

Les nouveautés en droit boursier et des marchés financiers apportées par la loi sur les nouvelles régulations économiques (loi n° 2001-420 du 15 mai 2001)



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas



OLIVIER BOHM
Secrétariat général
Banque d'Orsay

Le projet de loi NRE se proposait d'apporter une «nouvelle» réponse aux défis nés de la mondialisation financière. Force est de constater que le texte ressemble plus à un DDOEF, c'est-à-dire un catalogue de mesures techniques disparates, parfois mêmes inutiles. En ce qui concerne les modifications apportées en matière de réglementation boursière, celles-ci s'articulent autour de l'attribution de nouveaux pouvoirs et de nouvelles sanctions destinés à corriger les difficultés apparues lors des dernières opérations boursières.

Le temps reste à l'utilisation des acronymes en matière législative. Si les DDOEF ont laissé la place aux NRE, le changement de vocabulaire, plus profond qu'il n'y paraît au premier abord, résulte d'une mûre et complexe réflexion opérée par le Gouvernement. Au regard des limites, voire même des dangers de la mondialisation de l'économie de marché, il convenait de lancer un signal fort aux français pour montrer la volonté du Gouvernement de lutter contre certaines pratiques. C'est à cet objectif ambitieux que devait répondre ce texte : «*Face à la mondialisation de l'économie et aux réalités du capitalisme d'aujourd'hui, l'Etat doit se doter d'instruments de régulation efficaces afin d'assurer la transparence dans le déroulement des opérations financières et le respect de l'égalité entre acteurs de l'économie*»¹. A l'heure de la Nouvelle économie, il était proposé de répondre à ces défis par des Nouvelles régulations économiques. L'expression retenue n'était pas innocente. Le texte devait apporter des réponses «nouvelles» aux défis de la mondialisation que seule une «régulation» pouvait encadrer. Cette régulation

est perçue par le Gouvernement comme «*la voie d'une mondialisation humanisée*», où l'Etat se pose «*en arbitre et en garant. L'Etat régulateur établit les règles du jeu, restaure les équilibres afin que chacun des acteurs de l'économie [...] voit sa contribution à la croissance reconnue à sa juste valeur*»². Mais, n'y a-t-il pas confusion entre régulation et réglementation³? En effet, dès lors que la fiabilité de règles minimales a été éprouvée, il ne faut pas douter de la capacité du marché et de ses acteurs à l'autorégulation. Le débat était lancé ; il autorisait les discussions les plus enflammées dans les hémicycles parlementaires entre les tenants de l'économie de marché et ceux de l'économie mixte administrée.

Fort de l'ambition assignée au texte, certains, nombreux, proposèrent de faire de la France la pionnière de ces nouvelles régulations en taxant les transactions monétaires à un taux d'environ 0.1 % et ce, afin de «*mettre un grain de sable dans les rouages de la finance internationale*»⁴ ; le débat sur l'instauration de la Taxe Tobin fut l'un des – rares – moments forts et riches des discussions parlemen-

taires. L'abandon de cette proposition devait sonner le glas de l'ambition réformatrice du texte : celui-ci se cantonnerait à l'adoption de mesures techniques ou hautement symboliques mais sans effet majeur sur l'économie. A défaut d'un manque d'ambition sur le fond, pouvait-on au moins attendre sur la forme un texte à la hauteur de son intitulé. Force est de convenir que là encore la déconvenue fut grande : la loi dite des Nouvelles régulations économiques ne constitue qu'un «Canada Dry» de DDOEF juxtaposant des mesures relatives aux pouvoirs des autorités boursières et bancaires, aux offres publiques, au droit des sociétés, à la lutte contre le blanchiment, à une profonde réforme du droit de la concurrence, à l'élaboration d'un dispositif teinté de consumérisme que l'on pensait révolu concernant la distribution, sans parler des nombreuses mesures ponctuelles comme celles relatives à l'activité cinématographique.

Compte tenu de la diversité du texte, seules seront étudiées dans les lignes qui suivent les mesures propres aux marchés financiers. En ce qui concerne ces dernières, l'essentiel de celles-ci trouvent leur origine dans les opérations boursières bancaires et pétrolières de l'été 1999 qui, selon le gouvernement, «ont souligné la persistance de zones d'opacité ainsi que la nécessité de renforcer les moyens d'actions des autorités de régulation dans la sphère financière»⁵. Dès lors, ce dernier a souhaité renforcer la transparence dans le déroulement des opérations financières et dans le fonctionnement des autorités de régulation financières, lesquelles ont vu accroître leurs moyens d'action. De telles mesures «permettront d'améliorer la capacité du gouvernement et des autorités de contrôle à être mieux informés et à faire respecter rapidement leurs décisions»⁶. Si l'on peut souligner l'amélioration parfois apportée à certains points de la réglementation, il convient de préciser que les offres publiques de l'été 1999 se sont dans l'ensemble bien passées et que tant la législation que la réglementation alors en vigueur n'ont pas soulevé de difficultés dirimantes. Dès lors, les dispositions adoptées visent essentiellement à une clarification ou une adaptation du cadre réglementaire et au renforcement de la responsabilité des différents acteurs. En d'autres mots, bien que parfois utiles, plusieurs de ces mesures techniques n'étaient pas indispensables, et l'on aurait pu faire l'économie d'une nouvelle réforme qui vient une nouvelle fois modifier la législation en la matière, et ce tous les ans depuis la loi MAF du 2 juillet 1996, ce qui conduit à s'interroger sur la politique législative qui consiste à légiférer en fonction de circonstances particulières passées, inscrivant dans la loi des mesures liées à un environnement révolu.

L'étude du texte voté conduit à distinguer les dispositions qui ont trait au rôle des autorités de contrôle en période d'offre (I), les aménagements au droit des sociétés cotées (II) et ceux à la procédure d'offre publique (III). Enfin, une mesure plus financière que boursière sera évoquée : l'instauration du «global netting», réclamé par les opérateurs sur instruments financiers afin de prévenir les risques systémiques et de maintenir la compétitivité de la place de Paris (IV). Dans la mesure où la plupart des mesures relatives au droit boursier trouvent leur origine dans les offres publiques de l'été 1999, leur étude sera systématiquement effectuée au regard du contexte de ces offres.

I Le rôle et le fonctionnement des autorités de contrôle

D'une manière générale, il est important de souligner que, du point de vue des acteurs, le rôle du CMF et de la Cob en matière d'offre publique est jugé satisfaisant et les dernières opérations importantes de l'année dernière ont souligné leur efficacité et leur complémentarité, même si une plus grande coordination entre elles pourrait encore améliorer l'efficacité de l'ensemble, sans toutefois qu'il soit, de ce point de vue, indispensable de fusionner les deux institutions sous une nouvelle Autorité des marchés financiers.

A - Les autorités boursières

1. Le CMF

a) *La concentration des ordres sur un marché réglementé en période d'offre publique (L. 421-13 du Code monétaire et financier)*

Dans quelles conditions l'obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé de l'EEE s'applique-t-elle en période d'offre publique ? C'est à cette question qu'ont dû répondre les autorités de marché lors des offres publiques bancaires à l'occasion d'une opération effectuée entre deux non résidents sur un bloc de titres de la Société générale traité de gré à gré⁷. La difficulté tenait à la rédaction du règlement du CMF et notamment à l'articulation entre l'article 5-1-11 du règlement général du CMF relatif à la procédure des offres publiques et l'article 4-1-32 du règlement général du CMF relatif au fonctionnement des marchés réglementés ; l'un comme l'autre de ces articles vise à restreindre les transactions hors d'un marché réglementé, mais chacun dans un contexte différent ; l'article 5-1-11 dispose qu'«à dater du début de la période d'offre et jusqu'à la clôture de l'offre, l'ensemble des ordres portant sur les titres visés par l'offre sont exécutés sur le ou les marchés réglementés sur le(s)quel(s) les titres sont admis sans que les investisseurs puissent faire usage de la procédure prévue à l'article 4-1-32 [c'est-à-dire aux exceptions à la concentration des ordres]. Il est dérogé à cette obligation lorsque la transaction, incluse dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constitue un élément nécessaire». Ainsi, il était reproché à CGU d'avoir acquis des titres d'une société objet d'une offre publique en violation avec le principe de concentration des ordres sur un marché réglementé. Mais, quel était le texte applicable ? Devait-il s'agir de l'article 4-1-32 ou du 5-1-11 ? La réponse dépendait, pour partie, des compétences reconnues au CMF pour faire respecter son propre règlement. Or, dans la mesure où les parties à la transaction ne dépendaient pas du CMF et que celui-ci ne disposait pas du pouvoir de demander au juge de faire respecter son propre règlement, ce fut la Cob qui contesta devant la justice le bien-fondé de l'opération. La Commission, sur le fondement de l'article 12-2 de l'ordonnance de 1967 (désormais art. L. 621-17 du Code monétaire et financier), demanda au président du TGI de Paris d'user de ses prérogatives pour qu'il soit mis fin à cette situation et, en attendant la décision de fond, d'obliger CGU à déposer les titres litigieux chez un tiers séquestre, au titre de l'article 8-1 de la même ordonnance⁸.

Dans la présente affaire, ce qui semble avoir «irrité» la Cob, ce n'est point tant la réalisation d'opérations hors marché que la conclusion de ces opérations à un prix totalement déconnecté de celui du marché central en période d'offre, rompant ainsi avec l'égalité des actionnaires. Or, ce principe d'égalité constitue l'un des préceptes clés des procédures d'offres publiques au point qu'il figure dans le premier alinéa de l'article 33 de la loi MAF (codifié à l'article L. 433-1 du Code monétaire et financier). La difficulté consiste à déterminer le champ d'application donné à cette disposition. Dans la mesure où il fixe des règles dérogatoires au droit commun, doit-on y voir une traduction de la *lex societatis* ou de la loi de la bourse ? Son domaine d'application serait alors plus restreint dans le premier cas que dans le second.

Outre cette question de fond, l'opération litigieuse conduisait à s'interroger sur des aspects processuels. Dans quelle mesure la Cob était-elle compétente pour intenter une action à l'encontre la société britannique CGU ? L'ambiguïté de l'action judiciaire de la Cob se situait dans le choix de la base légale retenue par celle-ci, à savoir l'article L. 621-17 du Code monétaire et financier ; il est vrai que celle-ci n'avait pas d'autres possibilités. En effet, une action fondée sur l'article L. 421-12 du Code monétaire et financier (obligation de concentration des ordres) n'aurait sans doute pas abouti. Tout d'abord, il n'était pas acquis que la Commission eut été déclarée recevable à défendre un principe qui relève plutôt de l'organisation du marché, et donc du CMF. Surtout, il n'est pas évident que l'obligation de concentration telle que posée par l'article L. 421-12 ait été violée : cet article ne vise que les seuls investisseurs résidant habituellement ou établis en France. En conséquence, et conformément à l'ancienne jurisprudence relative au monopole des agents de change, une opération entre deux investisseurs non résidents ne rentre pas dans le champ d'application de cette disposition. Tel était bien le cas en cause où CGU avait acquis auprès d'investisseurs non résidents un bloc de titres de la Société générale. De plus, cette opération avait été conclue en dehors du territoire de la République. Il n'existait donc aucun critère de rattachement au droit français, sauf à retenir la nationalité de l'émetteur des titres en cause, ce qui ne paraissait guère suffisant. La question, au regard de l'article L. 421-12, aurait été plus intéressante si l'une des parties à l'opération avait été un résident et l'autre un non résident. Suffit-il, dans ce cas, que l'un des investisseurs ne réponde pas à l'exigence posée par l'article L. 421-12 pour échapper à l'obligation qu'il prescrit ? Nous ne le pensons pas : au contraire, il suffit que l'acheteur ou le vendeur ait la qualité de résident pour faire jouer l'attraction de l'article L. 421-12. Il convient toutefois d'apporter un tempérament à cette réponse : l'obligation de concentration ne s'applique pas lorsque l'une des parties est non résidente et l'autre, bien que résidente, agit, en sa qualité de prestataire de services d'investissement, au titre d'une opération pour compte propre. Pour sa part, l'article 5-1-11 est d'application plus large dans la mesure où il concerne tous les investisseurs, et pas uniquement les résidents. Il s'agissait donc pour les juges de déterminer si une disposition réglementaire pouvait avoir une portée extraterritoriale. Pour ce faire,

ladite disposition devrait être qualifiée de «loi de police». En l'espèce, il aurait été difficile de qualifier comme tel l'article 5-1-11 alors qu'une disposition législative tendant aux mêmes effets ne visait pas les investisseurs non résidents. C'est vraisemblablement en établissant le constat que son action avait peu de chance d'être confirmée par les juges du fond que la Commission a préféré transiger et conclure un protocole transactionnel avec CGU.

En réponse à cette affaire, la loi NRE instaure une nouvelle loi de police en prévoyant qu'en période d'offre publique toutes les transactions portant sur des titres concernés par cette offre sont effectuées sur un marché réglementé de l'EEE ou sur un marché reconnu au sens de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme⁹, sur lequel lesdits titres sont admis aux négociations¹⁰. Tous les investisseurs, qu'ils soient ou non résidents français et qu'ils transmettent ou non leurs ordres par un prestataire de services d'investissement agréé ou exerçant en France, savent ainsi qu'en période d'offre, il leur est fait obligation d'effectuer sur un marché réglementé ou reconnu toutes les opérations portant sur les titres concernées par l'offre : tous les actionnaires – présents et futurs – d'une société objet d'une offre publique bénéficient des mêmes conditions et des mêmes prix, attestant d'une véritable égalité entre eux. Pour l'efficacité de la mesure, la sanction traditionnelle de la violation de l'obligation de concentration (à savoir la nullité de la transaction) est doublée de la privation pendant deux ans des droits de vote associés aux titres ainsi acquis (l'utilité de cette sanction est discutable : comment exercer des droits de votes attachés à des titres dont l'acquisition a été annulée ?). Enfin, contrairement à ce que prévoyait l'article 5-1-11 du règlement général du CMF, il n'est organisé aucune dérogation à cette obligation de concentration en cas de convention complexe : leur nombre en période d'offre étant en pratique très faible, la conclusion de telles opérations est considérée comme de nature à attirer l'attention, voire la suspicion compte tenu des difficultés de leur contrôle. La suppression de cette faculté ne fait pas obstacle à l'exécution d'une opération conclue préalablement à l'offre, comme elle ne fait pas non-plus obstacle à l'exercice d'une option.

2. Les nouveaux pouvoirs du CMF en cas de violation de son règlement

L'on a vu que l'une des difficultés rencontrées par le CMF lors des offres bancaires dans l'affaire CGU tenait à l'impossibilité pour celui-ci à faire respecter son propre règlement ; c'est d'ailleurs la raison qui a conduit à ce que ce soit la Cob et non le CMF qui intervienne en justice pour demander le séquestre des titres litigieux. En effet, le CMF ne disposait ni d'un pouvoir d'injonction comparable à celui prévu au profit de la Cob¹¹ à l'article L. 621-17 du Code monétaire et financier, ni de celui de demander la mise sous séquestre d'instruments financiers appartenant à des personnes mises en cause¹². De fait, la loi NRE donne pouvoir au président du CMF, par analogie avec les pouvoirs du président de la Cob, de saisir en urgence le président du TGI de Paris statuant dans la forme des référés dès lors qu'il constate une infraction aux dispositions

prises en application du chapitre III du titre III du livre IV du Code de commerce, et notamment une infraction à son règlement général. Il s'agit donc d'un pouvoir d'injonction indirecte. Il est également compétent pour les litiges qui relèvent normalement d'autres juridictions. La peine prononcée est immédiatement applicable – même en cas d'appel – et le président du TGI peut l'assortir d'astreintes pour renforcer son caractère immédiatement exécutoire (art. L. 622-20-1 du Code monétaire et financier). Notons que le Sénat s'est opposé jusqu'au bout de la discussion parlementaire à cette disposition, estimant qu'une autorité professionnelle ne peut disposer de telles prérogatives qui doivent être réservées à la Cob au titre de sa mission générale de «*veiller au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers*». S'il est vrai que l'attribution de pouvoirs concurrents à deux autorités administratives peut être source de conflit de compétence, il n'en demeure pas moins que leurs missions respectives imposent cette double compétence.

3. Publication par le CMF des pactes d'actionnaires (L. 233-11 du Code de commerce)

Lors des offres BNP/Paribas/Société générale, la Cob a été amenée à publier un communiqué, fort critiqué¹³, relatif à la validité des pactes en période d'offre. Rappelons brièvement les faits : les 15 et 16 avril 1999, Paribas, objet de deux OPE l'une initiée par la Société générale et l'autre, non sollicitée, par la BNP, et la Société générale, objet d'une OPE par la BNP, ont informé la Cob d'accords les engageants respectivement avec Axa, d'une part, et Pernod Ricard et Peugeot d'autre part. Compte tenu de ces éléments, ont se souvient que la Cob :

- «*a décidé, en tant que garante de la bonne information du public, de demander que ces accords soient mentionnés et décrits dans les notes d'information soumises à son visa ;*

- «*a considéré qu'il n'entrait pas dans sa mission de se prononcer, comme seul pourrait le faire un arbitre ou un juge, sur la validité et la portée juridique de tels accords ;*

- «*a estimé, en tant que garante de l'égalité des compétiteurs en période d'offres et de la transparence du marché, qu'en ne procédant pas, comme cela était prévu par la réglementation, à la publication des pactes dès le lancement de l'OPE de la Société générale sur Paribas, fût-elle amicale, ou à tout le moins dès le lancement des offres non sollicitées de la BNP, tant la Société générale que Paribas avaient renoncé à se prévaloir du contenu de ces accords pendant toute la durée des offres en cours*». Pour faire bonne mesure, ce communiqué se terminait par une phrase pleine de sous-entendus : «*dans le cas contraire, la mise en œuvre de ces pactes pourrait être qualifiée de manœuvre portant atteinte au bon déroulement des offres publiques*». Par un tel «acte», qu'il reste à qualifier, la Cob ne dépasse-t-elle pas son pouvoir, et ne s'immisce-t-elle pas dans le rôle du juge ? La difficulté, là encore d'ordre processuel, est née du champ d'application des dispositions relatives à la publication des pactes d'actionnaires et autres accords. On sait qu'il existe deux séries de mesures relatives aux accords et pactes d'actionnaires :

- l'une, de nature législative, prévoyait que toute convention conclue entre les actionnaires d'une société

dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions doit être transmise au CMF qui en assure la publicité (art. L. 233-11 du Code de commerce, ancien art. 356.1.4 de la loi du 24 juillet 1966). Aucune sanction n'était attachée au non respect de cette obligation :

- l'autre, de nature réglementaire, dispose que, dès l'avis du dépôt de l'offre et pendant toute sa durée dès leur conclusion, les accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre publique ou sur son issue, conclu par les actionnaires de la société visée ou des personnes agissant de concert avec elle, sous réserve de l'appréciation de leur validité par les tribunaux, doivent être notifiés par leurs signataires au conseil d'administration ou au conseil de surveillance des sociétés concernées ainsi qu'au CMF et à la Cob. Ces accords sont simultanément portés par ceux qui les ont conclu à la connaissance du public par publication dans au moins un quotidien d'information financière de diffusion nationale (art. 4 du règlement n° 89-03 de la Cob). Le non-respect de cette obligation est sanctionné comme toute violation d'un règlement Cob.

En revanche, ne sont soumis à aucune obligation de notification ou de publication les accords conclus entre la société et ses fournisseurs ou distributeurs ou établissements financiers. Or, de tels accords peuvent comporter des clauses de changement de contrôle qui peuvent affecter considérablement le contenu de l'offre. Le rapport du Sénateur Marini sur la «Modernisation du droit des sociétés» de juillet 1996 signalait déjà les difficultés liées à l'ancienne rédaction de la loi de 1966. C'est pour faire échec à la situation rappelée ci-dessus que le dispositif retenu par la loi NRE élargit le domaine d'application de l'ancien article 356-1-4 de la loi du 24 juillet 1966 (art. 233-11 du Code de commerce), sans pour autant retenir une application extensive qui aurait inclus d'office les conventions commerciales avec les fournisseurs ou distributeurs. Ainsi, l'article 1^{er} de loi NRE étend à l'ensemble des pactes qui comportent des conditions préférentielles d'acquisition ou de cession d'actions négociées sur un marché réglementé, quels que soient les signataires (et non plus uniquement entre les seuls actionnaires), l'obligation de transmission au CMF et de publicité prévue par l'article 233-11 du Code monétaire et financier. Toutefois, dans la mesure où leurs effets sur la transparence du marché sont réduits et afin de ne pas submerger le CMF de conventions à publier, les pactes portant sur un nombre d'actions représentant moins de 0,5 % du capital ou des droits de vote de la société qui les a émises sont exclus de ce dispositif. La grande nouveauté apportée par cette disposition consiste à étendre la publicité obligatoire de ces conventions aux relations avec des personnes non actionnaires. L'intégralité du pacte n'a plus à être transmis, mais seulement les clauses relatives à des conditions de cession préférentielles, ce qui conduit le CMF à opérer une sélection de ces clauses et de les résumer pour publication. Si la notion de «conditions préférentielles de cession ou d'acquisition» n'est pas définie par le législateur, l'on peut voir dans ces conditions celles consistant en un prix préférentiel ou la préférence de vendre ou d'acheter accordée à certaines personnes, soit par des clauses de préemption ou pacte de préférence, ou encore par des promesses de vente

ou d'acquisition, ou enfin des engagements d'apport de titres en cas d'offre publique. Si les pactes de non-agression ou les engagements de ne pas vendre ne sont pas visés par cette disposition, la Cob impose cependant leur notification en cas d'offre publique. En effet, toute convention susceptible d'avoir une incidence sur l'issue d'une offre publique doit être publiée.

Le champ d'application de l'article L. 233-11 du Code de commerce ayant été élargi aux non actionnaires d'une société ayant conclu une convention comportant des conditions préférentielles, il est prévu que les clauses préférentielles des conventions conclues avant la date de publication de la loi NRE qui n'ont pas été transmises au CMF doivent l'être dans un délai de six mois à compter de la publication de ladite loi. Si jusqu'à la loi du 15 mai 2001 la loi n'avait assorti cette disposition d'aucune sanction spécifique, l'article L. 233-11 du Code de commerce prévoit désormais qu'à défaut de transmission, les effets (et non la convention elle-même) de la clause prévoyant des conditions préférentielles sont suspendues et les parties sont déliées de leurs engagements en période d'offre publique. Cette disposition procède au seul gel des effets de la clause de préférence, c'est-à-dire que le reste de la convention reste applicable, même en période d'offre. Si les parties sont déliées de leurs engagements aux termes de la loi, ceci ne concerne que la clause de préférence. Dès lors, une clause qui ne serait pas préférentielle (comme une clause d'inaliénabilité applicable à toutes les parties) continue d'être opposable aux parties en cas d'offre.

4. L'aménagement des conditions de fonctionnement des autorités de marché

a) Représentativité des membres du CMF

Le CMF est une autorité administrative professionnelle et le législateur a jugé important que tous ses membres, y compris son président, continuent par ailleurs d'exercer leurs fonctions au sein de leur entreprise. Cela conduit, en pratique, chaque membre à se retirer lors du délibéré lorsque l'entreprise à laquelle il appartient se trouve concernée par une des opérations sur laquelle le CMF doit se prononcer, la règle s'appliquant bien sûr aussi au président du Conseil. Lorsque c'est le président qui se trouve en situation de conflit d'intérêts, les membres du CMF désignent un suppléant. Ce dernier préside la séance du Conseil au cours de laquelle l'opération concernée est examinée et représente le CMF au CECEI. En revanche, aucune disposition ne prescrivait le remplacement du président du CMF, lorsqu'il était en situation de conflit d'intérêts, au sein du collège de la Cob. C'est précisément ce qui s'est produit lors des offres publiques bancaires de l'été 1999, de sorte que le président du CMF a cessé de siéger à la Cob, ce qui n'était pas le mieux pour assurer une certaine coordination entre les décisions du CMF et celle de la Cob. C'est pourquoi, l'article 24 de la loi NRE prévoit qu'en cas d'empêchement au président du CMF d'être représenté au collège de la Cob, celui-ci peut être représenté à ce collège par son suppléant (art. L. 621-2, alinéa 8 du Code monétaire et financier)¹⁴. Par ailleurs, lors des discussions précédant la préparation du projet de loi, un débat a été ouvert sur l'opportunité de prévoir la participation de parlementaires au CMF pour une

meilleure prise en compte des intérêts nationaux. Une telle solution n'a cependant pas été retenue compte tenu du caractère professionnel du CMF.

b) Ajustement du mode d'intervention de la Cob

• Contrôle des publicités

Les batailles boursières se déroulent sur tous les fronts, y compris celui des médias. Les offres de l'été 1999 ont été à cet égard significatives de l'évolution constatée dans l'utilisation des médias comme outil de communication envers le public et les actionnaires. Les frais de publicité engagés dans les offres bancaires et pétrolières ont atteint des montants jugés parfois disproportionnés par rapport aux enjeux. De même, le contenu des messages diffusés par voie de presse a pu apparaître à certains égards comme déloyal. On notera ainsi l'existence d'une ordonnance de référé rendue dans l'affaire BNP/Paribas/Société générale, à la demande de la BNP : celle-ci souhaitait, d'une part, interdire la poursuite d'une campagne publicitaire de la Société générale et de Paribas¹⁵ et d'autre part, faire publier dans la presse l'ordonnance d'interdiction. Le juge consulaire a suivi l'argumentation de la BNP en estimant que «cette assertion constitue un dénigrement manifeste tendant à jeter un discrédit sur [les] OPE [de la BNP], sa situation financière et son management dans l'esprit des actionnaires des trois établissements, des investisseurs, des lecteurs de la presse économique et des bourses étrangères»¹⁶. En considérant que cette publicité était génératrice d'un trouble manifestement illicite s'identifiant à un acte de concurrence déloyale interférant dans le libre choix de chacun concernant les différents projets d'OPE, le président du tribunal de commerce de Paris a ordonné la cessation immédiate et sous astreinte de la publicité incriminée et autorisé la publication de ladite ordonnance aux mêmes emplacements que la publicité interdite.

Certaines dispositions permettent déjà à la Cob d'user d'un certain contrôle en matière de publicité. L'article 9 du règlement Cob n° 98-07 prévoit ainsi la possibilité pour la Commission de demander aux émetteurs la publication des informations qu'elle juge utiles à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché, et à défaut, procéder elle-même à la publication de ces informations. En matière d'offre publique, l'article 6 du règlement Cob n° 89-03 prévoit que sauf accord de la Commission, les sociétés concernées limitent les informations qu'elles diffusent aux éléments contenus dans les publications du CMF ou dans les notes d'information visées par la Cob. En pratique, elles demandent à la Cob une autorisation a priori de diffusion. L'utilisation massive de la publicité ayant connu quelques dérapages¹⁷, il a paru souhaitable de s'interroger sur le bien-fondé de son utilisation dans le cadre des offres publiques. Si certains ont pu demander son interdiction, il a cependant été jugé peu souhaitable de poser un principe d'interdiction, la publicité constituant l'un des moyens les plus efficaces pour toucher les actionnaires individuels. En revanche, il a paru nécessaire de fixer un certain nombre de règles visant à éviter des débordements ou excès. La loi NRE confère à la Cob le droit de procéder d'elle-même à la rectification des publicités diffusées au cours d'une offre publique, les frais générés étant à la charge des auteurs (art. L. 621-18 du

Code monétaire et financier). L'objectif de cette mesure est de permettre à la Cob de sanctionner la publicité induisant le public en erreur ou jetant le discrédit sur les autres concurrents ainsi que toute publicité mettant en comparaison des offres ou présentant un caractère polémique. Ainsi, une société ayant publié un encart dans un journal pourra être amenée à financer, quelques jours plus tard, la publication d'un rectificatif d'une page dans le même quotidien qui soulignera le caractère irrégulier, imprécis, polémique ou erroné de la précédente publicité. Ce dispositif devrait être complété par une modification de l'article 6 du règlement Cob n° 89-03 qui précisera les règles applicables à l'utilisation de la publicité en période d'offre publique. En particulier, il devrait prévoir que les publicités ne doivent ni induire le public en erreur, ni jeter le discrédit sur les concurrents, ni comparer les offres en concurrence, ni présenter un caractère manifestement polémique.

Par contre, concernant la publicité sur les sondages portant sur les intentions de vote des actionnaires entre deux ou plusieurs offres publiques concurrentes, son interdiction a paru illusoire, l'exemple des sondages préalables aux élections montrant que l'information circule sur internet.

- Mesures diverses relatives au fonctionnement de la Cob

L'article 26 de la loi NRE fournit une base légale générale pour organiser la délégation de signature du collège de la Cob au président, afin d'assurer la continuité des activités de la Commission en cas d'absence du président ou de l'un des membres du collège (art. L. 621-5 du Code monétaire et financier). Il précise également que le président de la Commission peut donner délégation à la personne qu'il désigne à cet effet pour signer les mémoires qu'il présente devant les juridictions et pour assurer la représentation en justice de la Commission. Il permet enfin au président de la Cob, pour les compétences qu'il exerce en propre, de déléguer sa signature dans les conditions fixées par décret en Conseil d'Etat. Dans des conditions similaires que celles prévalant pour le CMF, l'article 26 de la loi NRE prévoit que la Cob peut en cas d'urgence constatée par le président, statuer par voie de consultation écrite, sauf en matière de sanction (art. L. 621-5 du Code monétaire et financier).

- c) *Rôle, pouvoirs et composition du CECEI*

Les offres publiques impliquant des établissements de crédit qui se sont déroulées au cours de l'été 1999 ont soulevé un certain nombre de questions quant au rôle des autorités de contrôle, questions qui se posent dans les mêmes termes pour les offres intervenant dans tous les secteurs régulés : établissements de crédit et entreprises d'investissement (CECEI), compagnies d'assurances (CCA), télécommunications (ART), audiovisuel (CSA), et société de production et d'exploitation d'énergie gazière et électrique (CRE)¹⁸. Il convient de souligner et de rappeler que la loi MAF du 2 juillet 1996 a donné compétence au seul CMF pour juger de la recevabilité d'une offre. De ce fait, les autres autorités de contrôle n'ont pas à se prononcer sur le fonctionnement des marchés, ni sur les opérations elles-mêmes, en dehors bien sûr de l'aspect prudentiel ou concurrentiel de ces dernières. Les offres bancaires

de l'été 1999 ont été l'occasion de révéler l'existence, trop souvent à l'ombre de la Banque de France, du CECEI comme autorité de contrôle du secteur bancaire et financier. On sait que d'une manière générale le règlement général du CMF prévoit que pour certaines activités économiques, l'offre ne peut être ouverte avant que le CMF n'ait reçu de certaines autorités spécialisées les autorisations nécessaires (art. 5-2-2). Tel est le cas en matière bancaire et d'assurance. Or, lors des offres de l'été 1999, le CECEI avait diffusé plusieurs communiqués qui, comme celui de la Cob, avaient été beaucoup critiqués tant sur la forme que sur le fond. Dans une lettre au président de la Société générale, le gouverneur de la Banque de France, agissant en sa qualité de président du CECEI, indiquait qu'«en deçà du seuil de 50.01 %, tout initiateur qui souhaiterait conserver une participation minoritaire serait tenu de solliciter une nouvelle autorisation et de proposer, à l'appui de celle-ci, une solution claire et concertée»¹⁹. Or, si le règlement n° 96-16 du CRBF prévoit que «l'acquisition ou la perte de pouvoir effectif de contrôle ainsi que celle du tiers, du cinquième ou du dixième des droits de vote» doivent être soumises à l'appréciation du CECEI, c'est afin de s'assurer de la solidité financière de l'entreprise, et en aucun cas pour exercer un contrôle d'opportunité sur les actionnaires. On peut se demander si la précision apportée par le gouverneur de la Banque de France respectait les pouvoirs délégués du CMF : sur la forme dans la mesure où celle-ci s'apparentait à une décision faisant grief, décision qui n'avait pas été diffusée dans son intégralité au public, rendant délicat tout recours possible de la part de tiers ; sur le fond dans la mesure où le Comité avait refusé à la BNP de détenir une participation minoritaire dans le capital de la Société générale²⁰.

La loi NRE fait ainsi clarifier les compétences et le fonctionnement du CECEI. Ainsi, l'article 7 de la loi précitée permet au CECEI de subordonner les agréments et autorisations qu'il délivre à des conditions particulières et à des engagements des demandeurs : jusqu'à présent, le Comité prenait simplement acte des «engagements volontaires» pris par les demandeurs, et le règlement n° 96-16 qui définit les modalités selon lesquelles sont appréciés les changements de situation des entreprises, n'avait pas de base légale explicite, si ce n'est, de manière très incidente, l'article 31 de la loi bancaire (désormais L. 612-4 du Code monétaire et financier). De plus, l'article 22 de la loi NRE donne la possibilité au CECEI, par souci de transparence et d'efficacité, de procéder à l'audition des personnes intéressées (rappelons-nous les épisodes de l'été 1999 et les auditions des présidents des trois banques en cause). L'article 21 prévoit la communication à toute personne intéressée de documents que le CECEI a reçus d'une personne dont il instruit une demande, sur accord de cette dernière (art. L. 612-6 du Code monétaire et financier). Ceci résulte des difficultés apparues au cours de l'été 1999 lorsque le CECEI a été confronté à des demandes de transmission de documents d'une banque par l'autre banque, soucieuse de pouvoir répondre point par point aux affirmations de la première. Le dépôt d'un projet d'une offre publique au CMF sur un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance est obligatoirement précédé d'une information du gouverneur de la Banque de France ou du ministre de l'économie selon le cas, et ce afin que l'autorité de tutelle

n'apprenne par les journaux du matin de telles opérations, comme cela a été le cas lors de certaines offres de l'été 1999 (art. L. 511-10 du Code monétaire et financier et L. 322-4 du Code des assurances). Il s'agit d'une simple information, sans décision du gouverneur ou du ministre, information de nature confidentielle ; aucune sanction juridique n'est applicable au défaut d'information ou en cas d'information tardive. Cette disposition est d'une utilité limitée et d'une efficacité douteuse. Le Sénat, lors du vote du texte, s'y est d'ailleurs opposé estimant que si cela permet au gouverneur de la Banque de France, s'il estime que l'offre n'est pas souhaitable, de «faire pression» sur ses initiateurs, c'est au risque alors de voir les relations se détériorer avec ceux-ci, voire même le risque pour l'initiateur d'obtenir un agrément du CECEI assorti de conditions draconiennes²¹.

Outre ces modifications propres au fonctionnement du CECEI en période d'offre publique, l'on notera les autres aménagements suivants : l'article 10 de la loi NRE consacre explicitement le caractère permanent de la condition légale liée à la compétence, l'expérience et à l'honorabilité des dirigeants, dans le but de mieux asseoir le pouvoir disciplinaire de la Commission bancaire en cas de non respect des conditions ainsi posées par le CECEI (art. L. 511-10 du Code monétaire et financier pour les établissements de crédit, et art. L. 532-4 du même Code pour les entreprises d'investissement). Sont ainsi harmonisées les exigences requises pour diriger un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement. A cette fin, un règlement du CRBF définira une liste de critères permettant au CECEI de donner une appréciation plus objective lorsqu'il se prononce au moment de l'agrément d'un nouvel établissement ou dans le cadre de la procédure de déclaration de nouveaux dirigeants d'un établissement déjà agréé. L'article 20 modifie une nouvelle fois la composition du CECEI (la dernière modification remonte à la loi du 25 juin 1999 relative à l'épargne et la sécurité financière) en y incluant un conseiller à la Cour de cassation et la présence en tant que membres permanents du président de la Cob et celui du CMF, ce qui valide la pratique actuelle qui associait ces deux présidents à la quasi-totalité des travaux du CECEI. Il prévoit également l'adjonction d'un second représentant des organisations syndicales représentatives du personnel, ce qui peut laisser craindre que ceux-ci soient plus amenés à représenter leur organisation syndicale que l'ensemble de la communauté des salariés (art. L. 621-3 du Code monétaire et financier). Enfin, l'article 22 de la loi clarifie les règles de fonctionnement du CECEI qui, pour l'essentiel, résultaient de la pratique, en prévoyant d'une part l'élaboration d'un règlement intérieur publié au *JO*, et d'autre part que ses règles de fonctionnement sont fixées par un décret pris en conseil d'Etat (art. L. 612-14 du Code monétaire et financier) : cette disposition permet ainsi une transparence quant aux règles de fonctionnement de cet organisme méconnu.

d) *Mesures communes aux régulateurs : levée du secret professionnel*

Le Parlement, contre l'avis du gouvernement et avec l'opposition du Sénat, a adopté une disposition levant les agents des autorités de contrôle ou de régulation du secteur bancaire et financier ainsi que les agents des services

financiers de leur obligation au secret professionnel à l'égard des commissions d'enquêtes parlementaires (art. 6-II de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires). On rappellera qu'en pratique les personnes obligées au secret professionnel sont tenues de comparaître et de prêter serment devant les commissions d'enquête parlementaires, sauf leur droit, au moment où des questions leur seront posées, de déclarer s'il leur est possible ou non de répondre. Chaque professionnel apprécie par lui-même l'étendue de son obligation et l'appréciation du bien-fondé du refus de témoigner est alors opérée par le juge. En pratique, ce texte conduit à distinguer deux régimes différents en matière de levée de secret professionnel : l'un pour les agents précités, et l'autre pour tout autre personne tenue au secret. Dans le même esprit, le Parlement a adopté, contre l'avis du gouvernement et malgré l'opposition du Sénat, une disposition visant à délier du secret professionnel les personnes qui participent ou ont participé au contrôle des établissements de crédit ou entreprises d'investissement dans le cadre de la Commission bancaire à l'égard des rapporteurs des commissions d'enquête parlementaires (art. L. 613-20-II du Code monétaire et financier). Cette disposition vise à faire échec au refus parfois prononcé par la Commission bancaire de transmettre des documents aux rapporteurs des commissions d'enquête, compte tenu de la rédaction de l'ancien article 49 de la loi bancaire qui prévoyait que les agents de la Commission sont soumis au secret professionnel «sous les peines» des articles 226-13 et 226-14 du code pénal, et non pas, comme fréquemment dans d'autres textes, «dans les conditions et sous les peines» prévues à ces articles. Cette différence de rédaction permettait à la Commission bancaire de considérer que le législateur n'avait pas entendu la soumettre à l'une des conditions prévues à l'article L. 226-14 du Code pénal qui prévoit que le secret professionnel n'est pas invocable si la loi prévoit sa levée.

B - Le contrôle des concentrations et le droit boursier

Le contrôle des concentrations est profondément aménagé par la loi NRE. Il ne rentre pas dans l'objet de cette présentation de détailler cette réforme d'importance mais de s'attarder sur celles qui ont un rapport avec la réglementation des offres publiques. A titre liminaire, l'on indiquera que les mesures adoptées consistent en quatre points :

- instaurer une procédure de contrôle systématique et plus lisible. Ainsi, la notification devient obligatoire et suspensive. Le corollaire de ce caractère obligatoire est une simplification des critères de «contrôlabilité» : il s'agit de seuils en chiffres d'affaires. De même, la définition de la concentration est modifiée et la notion d'entreprise commune est explicitée ;

- instaurer une procédure plus rapide pour les opérations simples, avec un délai d'examen réduit à cinq semaines, contre neuf actuellement ;

- accorder le maximum de garanties pour les opérations les plus délicates, notamment par le renforcement du caractère contradictoire ;

- améliorer la transparence, en informant le marché

de chaque notification et en publiant toutes les décisions, tout en sauvegardant le secret des affaires.

Pour inciter (et comme l'a précisé le gouvernement, «et non contraindre») les entreprises à déposer rapidement une notification complète et ne pas créer des situations coûteuses dans lesquelles une opération réalisée doit être défaite, il est prévu de surseoir à la réalisation effective de la concentration tant que la décision n'est pas rendue.

Depuis une réforme de l'ancien règlement général de la Chambre syndicale des agents de change (arrêté du 11 mars 1986), une offre pouvait être déclarée recevable quant bien même une procédure de contrôle des concentrations aurait été déclenchée par les autorités françaises. Cette réforme a fait suite à certaines affaires ayant conduit la Chambre syndicale des agents de change à suspendre la cotation d'une société cible jusqu'à l'obtention de l'autorisation de l'ancien Conseil de la concurrence (aff. Sodexo/Jacques Borel International). Jusqu'à cette date, le règlement de la Chambre syndicale des agents de change exigeait l'accord préalable de l'administration au titre du contrôle des concentrations. Le règlement du CBV, pour sa part, ne prévoyait plus qu'une simple information de la DGCCRF par la SBF après que le CBV ait été saisi d'un projet d'offre publique. Le règlement général du CMF ne reprend même plus cette disposition. Jusqu'à la modification opérée par la loi NRE, la jurisprudence considérait que le défaut de notification du projet d'offre publique au ministre de l'économie au titre du contrôle des concentrations était sans incidence sur l'appréciation de la recevabilité d'une offre²². Cette indifférence du droit boursier à l'égard du droit de la concurrence pouvait conduire à des situations délicates. Ainsi, si le ministre de l'économie décidait de saisir le Conseil de la concurrence pour examiner les effets de l'acquisition d'une société cotée par voie d'offre publique, cette saisine pouvait faire planer un doute sur la faisabilité de l'opération, d'autant plus au regard du caractère irrévocable des offres qui interdit à l'initiateur de subordonner l'acquisition des titres dans le cadre d'une offre publique à l'autorisation de la concentration. Depuis l'adoption de la loi NRE, l'article L. 430-3 du Code de commerce opère désormais un lien entre la notion d'«opération de concentration» et les procédures d'offres publiques dans la mesure où la publication d'une offre d'achat ou d'échange ou l'acquisition d'une participation de contrôle donnent lieu à notification au ministre de l'économie. Cette notification doit intervenir concomitamment au dépôt de l'offre. A réception du dossier de notification, le ministre de l'économie en adresse copie au Conseil de la concurrence. Dans la mesure où l'opération de concentration ne peut intervenir qu'après l'accord du ministre de l'économie, il est prévu la possibilité pour les parties, «en cas de nécessité particulière dûment motivée» (art. L. 430-4 du Code de commerce), de demander au ministre une dérogation leur permettant de procéder à la réalisation effective de tout ou partie de la concentration sans attendre la décision du ministre. Tel est le cas d'une opération de concentration prenant la forme d'une offre publique. L'absence de notification au ministre de l'économie d'une opération de concentration autorise ce dernier à prononcer une sanction pécuniaire dont le montant maximum s'élève à 5 % du chiffre d'affaires hors taxes réalisé en France lors du dernier exercice clos pour une personne morale, et pour

une personne physique à 1,5 million d'euros. Il peut aussi enjoindre sous astreinte à procéder à la notification. L'introduction de ces sanctions procède du caractère désormais obligatoire et suspensif de la notification des opérations de concentration.

II Les aménagements au droit des sociétés cotées

A - L'action de concert comme élément de définition du contrôle conjoint

L'article 120 de la loi NRE introduit un lien entre la définition du concert et celle du contrôle : il permet de considérer que «deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait, dans le cadre d'un accord en vue de mettre en œuvre une politique commune, les décisions prises dans les assemblées générales de cette dernière» (ajout d'un alinéa supplémentaire à l'art. L. 233-3 du Code de commerce relatif à la définition du contrôle). Cette nouvelle définition du contrôle est la reprise d'une proposition présentée par le sénateur Marini²³ pour répondre à la difficulté intervenue d'une part, lors de l'arrêt Havas qui a jugé que la notion de contrôle était une notion exclusive de celle de concert de sorte que le contrôle ne pouvait être exercé conjointement²⁴, et d'autre part lors de l'examen par le CMF²⁵ de la situation née de l'évolution des relations entre la société Financière du Loch (groupe Bolloré) et SCDM (MM. Martin et Olivier Bouygues) vis-à-vis de la société Bouygues²⁶. Ce lien opéré par le législateur ne convainc pas le praticien qui voit plus de difficultés que de clarté dans cette disposition²⁷. Disons-le franchement, cette réforme de la notion de contrôle souligne les dangers d'une législation souhaitant légiférer sur ces circonstances d'espèces. Compte tenu de ces critiques graves, nous appuierons celles-ci de plusieurs observations, après avoir précisé que pour qu'un «contrôle de concert» existe, deux conditions cumulatives doivent être réunies : il faut que deux ou plusieurs personnes (ce qui inclut les personnes physiques et non uniquement des sociétés) d'une part, déterminent en fait les décisions prises dans les assemblées générales d'une société, et d'autre part, que ces personnes agissent dans le cadre d'un accord en vue de mettre en œuvre une politique commune (ce qui exclut les concerts capitalistiques).

- On doit relever que la notion de concert et celle de contrôle sont deux notions aux finalités différentes. La notion de concert est limitée par les textes au calcul des franchissements de seuil et au régime des offres publiques obligatoires ; son introduction par la loi du 2 août 1989 vise à éviter les prises de contrôle occultes par des ramassages en bourse avec la complicité d'autres actionnaires en évitant de devoir déposer une offre publique. Il s'agit donc essentiellement d'une disposition «anti-fraude» qui emporte des conséquences juridiques importantes, dans la mesure où les personnes qui agissent de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par la loi et les règlements, notamment au regard de l'obligation de déposer une offre publique. En effet, on sait que

c'est – notamment – la détention du tiers du capital ou des droits de vote et non l'acquisition du contrôle qui provoque le déclenchement de l'OPA obligatoire. De son côté, la notion de contrôle, introduite à un moment où la notion de concert n'existait pas, a une tout autre finalité. Elle est destinée à définir une réalité : le fait que, même sans détenir la majorité du capital, un actionnaire dispose d'un pouvoir de direction ou d'orientation qui ne se partage pas. C'est d'ailleurs bien le sens d'un contrôle unitaire qu'a retenu la Cour d'appel de Paris dans son arrêt du 20 février 1998 aux termes duquel «*la situation de contrôle pèse sur une société et une seule*», pour en déduire que le contrôle défini à l'article L. 233-3 est exclusif de la notion de concert. C'est en ce sens où l'on considère que le contrôle visé était un contrôle de nature verticale, de manière à prendre en compte l'existence d'une chaîne de contrôle. De ce constat selon lequel le contrôle se définit en termes de pouvoir exclusif, la loi en tire des conséquences en droit des sociétés, notamment pour l'application des règles relatives aux notifications et informations (art. L. 233-6 et L. 233-15 du Code de commerce), pour la réglementation de l'autocontrôle (art. L. 233-30 du Code de commerce), mais également dans d'autres branches du droit : droit financier pour déterminer les dérogations à l'obligation de recourir à un prestataire de services d'investissement, droit fiscal, droit du travail pour les comités de groupes²⁸. On notera qu'une notion de contrôle conjoint existait d'ores et déjà, mais elle était limitée aux comptes consolidés, qui a pour objet de permettre de fournir une information économique et financière satisfaisante sur l'ensemble du groupe (L. 233-16 du Code de commerce). C'est pourquoi il nous semble qu'introduire dans l'article L. 233-3 du Code de commerce la notion de contrôle conjoint, avec un sens différent de celui de l'article L. 233-16 du même code, risque d'entraîner une confusion dans les esprits et de grands risques d'insécurité juridique, non seulement quant aux éléments constitutifs de ce nouveau type de contrôle, mais aussi quant à sa portée, ce qui entraînera des contentieux très délicats à résoudre.

• Le nouveau type de contrôle suppose un concert. Or, et malgré les tentatives, heureusement non suivies d'effet, du Sénat pour unifier la notion de concert en retenant le seul concert politique (celui qui consiste en un accord pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société, par opposition au concert capitalistique qui porte sur la cession ou l'acquisition en commun de titres d'une même société, cf. infra), il demeure que la preuve de ce concert n'est jamais aisée et que l'appréciation de la notion elle-même est souvent très délicate, comme en atteste le nombre des litiges auxquels ces questions donnent lieu. Par ailleurs, le «contrôle de concert» s'appliquerait à la situation des concertistes qui déterminent en fait les décisions prises lors des assemblées générales. Or, en pratique la détermination des décisions d'assemblée ne peut se constater qu'a posteriori et se révélera être un piège pour des personnes prenant des décisions accidentellement convergentes : ainsi l'absence d'autres actionnaires ou la privation de certains droits de vote pourront les amener à déterminer en fait des décisions d'assemblée, ce qui les conduira au risque du contrôle et au déclenchement d'une OPA. Fort heureusement, alors que le Sénat avait demandé à ce que le contrôle de concert puisse être

constaté ponctuellement («en assemblée générale»), le législateur a plus sagement inscrit cette constatation dans la durée («dans les assemblées générales»). Reste à s'entendre sur celle-ci. Il est vraisemblable que deux contrôles consécutifs en assemblées générales conduisent à l'existence d'un contrôle au sens de l'article 233-3 du Code de commerce.

• La loi prévoit la prise en compte du concert dans la notion de contrôle de l'article L. 233-3, pour l'application des sections 2 et 4 du chapitre consacré aux filiales, participations et sociétés contrôlées ; or, même si la portée du texte semble circonscrite, elle ouvre la voie à de grosses et dangereuses incertitudes : la section 2 a trait aux notifications et informations, notamment en matière boursière : le nouveau type de contrôle n'apportera rien de nouveau, sinon un obscurcissement des règles relatives au déclenchement des OPA, compte tenu des assimilations prévues par l'article L. 233-9 : en effet, il ne faudrait pas que l'existence d'un concert entre deux actionnaires d'une société mère entraîne, par extrapolation et malencontreusement, des déclenchements d'OPA non justifiés au niveau des filiales, au seul motif que l'un des deux actionnaires détient une participation directe dans une filiale qui viendrait faire l'«appoint» pour le seuil de déclenchement d'une OPA sur celle-ci. La rédaction de la loi ne permet pas de lever de façon absolue ce doute. Quant à la section 4, elle a trait aux participations réciproques : ici aussi, la notion de contrôle de concert est totalement inadaptée et risquerait d'avoir des effets pervers ; les règles relatives aux participations réciproques et à l'autocontrôle, direct et indirect, sont aujourd'hui relativement précises ; elles ne doivent continuer d'être appréciées qu'individuellement, société par société (tout en tenant compte des participations indirectes de chacune), sauf à jeter le trouble dans les obligations respectives des parties prenantes et de contraindre des sociétés à aliéner, sans raison objectivement valable, des participations qu'elles détiennent dans des sociétés ayant des participations dans leur capital, sous prétexte de concert entre ces dernières. Ici encore, la rédaction des textes ne permet pas de lever le doute.

• Ces imprécisions risquent de déclencher des contentieux dans les sociétés, cotées comme non cotées, puisque l'article L. 233-3 s'applique à toutes les sociétés commerciales. Pour les questions relatives à ce «contrôle de concert», le contentieux pourra donc être porté devant les tribunaux de commerce, avec autant de risques d'appréciations différentes selon les tribunaux quant aux notions d'action de concert et de contrôle, de lenteur de procédure et donc d'insécurité, à la fois pour la vie de la société visée et pour ses associés. Rappelons qu'aujourd'hui, la notion de concert étant réservée au droit boursier, son appréciation est du ressort du Conseil des marchés financiers, ce qui a le mérite de la simplicité et de la rapidité et présente, de surcroît, les garanties d'une décision prise par une autorité à même de maîtriser ce sujet d'une haute technicité. L'impression de flou et d'insécurité qui se dégage du nouvel article L. 233-3 et les difficultés d'application qu'il risque d'entraîner sont d'autant plus graves qu'en la matière la loi institue une responsabilité solidaire à la charge des personnes

agissant de concert : en effet, l'article L. 233-10-III du Code de commerce dispose que «les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par la loi et les règlements». Cette solidarité risque ainsi, compte tenu des termes très généraux du texte, d'être étendue bien au-delà des limites dans lesquelles elle est amenée à jouer en l'état actuel de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

B - La procédure d'identification des actionnaires

L'article 119 de la loi NRE vise d'une part à autoriser les actionnaires non résidents à se faire représenter aux assemblées générales par un intermédiaire inscrit, et d'autre part à renforcer pour l'émetteur les moyens d'identification des actionnaires. Cette disposition, très technique, est dans l'ensemble satisfaisante, même si l'on reste critique sur certaines de ses modalités.

1. Représentation des actionnaires non résidents par leurs intermédiaires

Jusqu'à l'adoption de cet article, les titres d'un actionnaire non résident étaient quasi-systématiquement inscrits en compte, non au nom de l'actionnaire lui-même, mais au nom de son intermédiaire : la pratique admettait la participation aux assemblées générales des actionnaires apparents que sont ces intermédiaires²⁹. Or, légalement, ces intermédiaires ne sont ni propriétaires, ni investis d'un pouvoir de représentation. Suite à une démarche initiée par l'ANSA³⁰, il a été proposé de donner à ces intermédiaires un véritable rôle de représentation leur permettant de présenter les instructions de vote des actionnaires non résidents. Ainsi, si le deuxième alinéa de l'article L. 228-1 du Code de commerce reprend le principe selon lequel les valeurs mobilières doivent être inscrites en compte au nom de leur propriétaire³¹, une dérogation permet aux titres des non résidents³² d'être inscrits au nom de leur intermédiaire, dès lors que ce dernier s'oblige à révéler cette qualité lors de l'ouverture de son compte auprès de son teneur de compte en France ou auprès de la société émettrice. L'intermédiaire peut être inscrit soit par un compte collectif, soit par autant de comptes individuels qu'il y a de propriétaires référencés dans ses livres. Il s'agit ainsi de reconnaître les effets sur le droit des sociétés de structures telles que les trusts, et autres nominée³³. L'on s'étonnera de la restriction de cette mesure aux seuls intermédiaires non résidents, les situations d'inscription en chaîne pouvant aussi apparaître chez les intermédiaires résidents. Il s'agit-là d'une limitation – volontaire – très discutable. Dès lors que l'intermédiaire s'est révélé comme tel, il peut en principe, en vertu d'un mandat général de gestion des titres, transmettre les votes, ainsi que les pouvoirs³⁴, des propriétaires d'actions (art. L. 228-3-2 du Code de commerce). Avant cette transmission, l'intermédiaire est «tenu, à la demande de la société émettrice ou son mandataire» de transmettre la liste des propriétaires non résidents des actions auxquelles ces droits de vote sont attachés, dans les conditions prévues aux articles L. 228-2 du Code de commerce (titres au porteur) ou L. 228-3 du même code (titres nominatifs). Bien que cette disposition soit redondante avec les principes d'identification conte-

nus dans ces articles (voir II), on observera que l'obligation de transmettre l'identité des actionnaires non résidents ne suppose pas ici, s'agissant des titres aux porteurs, une disposition statutaire de l'émetteur. A contrario, le vote émis par l'intermédiaire ne peut être pris en compte lorsque ce dernier ne s'est pas déclaré comme intermédiaire ou lorsqu'il n'a pas déclaré l'identité des propriétaires (article L. 228-3-2 du Code de commerce). On doit ici estimer que cette disposition ne va pas jusqu'à permettre de remettre en cause, après l'assemblée générale, le vote des résolutions. On observera également que la condition de la «demande de la société émettrice» n'est pas nécessaire : en pratique, l'intermédiaire n'attendra pas cette demande pour fournir la liste des actionnaires.

2. Renforcement de l'identification des actionnaires

La recherche de l'identité de l'actionnaire répond au souhait de l'émetteur de pouvoir organiser une communication directe à l'attention des actionnaires et d'éviter de faire l'objet d'influences occultes. Elle répond aussi à la préoccupation du législateur de lutter plus efficacement contre le blanchiment. L'identification était déjà possible par le recours au titre au porteur identifiable ; l'existence d'intermédiaires constituait pourtant des écrans rendant peu exploitables les données collectées par un émetteur. Aussi ce régime est-il complété par la possibilité pour l'émetteur d'aller au-delà de ce que déclare l'intermédiaire.

Le régime des TPI s'agissant des titres aux porteurs est donc repris³⁵ et complété par la possibilité pour Euroclear France (ex-Sicovam) de demander au président du tribunal de grande instance statuant en référé l'exécution de l'obligation de communication. Mais, comme l'indication du détenteur est, nous l'avons vu, d'une utilité relative, la loi complète ce dispositif en prévoyant que lorsque l'émetteur estime que certains de ces détenteurs pourraient être inscrits pour compte de tiers³⁶, il peut demander, soit par Euroclear France, soit directement auprès de ces détenteurs, de donner les informations concernant les propriétaires des titres (art. L. 228-2 II du Code de commerce). Ces personnes, lorsqu'elles ont la qualité d'intermédiaire, ont alors l'obligation de révéler (via leur teneur de compte) les informations prévues au I du même article.

S'agissant des titres nominatifs, l'ancien article L. 228-3 du Code de commerce présumait que les actions de sociétés cotées auxquelles la loi impose la forme nominative étaient réputées l'être lorsque les détenteurs étaient identifiés conformément aux dispositions de l'article L. 228-2 du même Code. Cette présomption est désormais supprimée : sans qu'il soit nécessaire de prévoir une disposition statutaire expresse, l'émetteur ou son mandataire peut demander à tout moment à l'intermédiaire qui s'est déclaré comme détenant pour compte de tiers de donner l'identité du propriétaire de titres nominatifs, la réponse devant être fournie soit directement, soit par le teneur de compte. La demande directe à l'intermédiaire se justifie par le fait que la forme nominative n'entretient de doute sur l'identité de l'actionnaire que lorsque celui-ci est non résident. Par ailleurs, le texte prévoit que l'exercice des droits spéciaux attachés aux actions nominatives n'est possible que lorsque les renseignements fournis permettent le contrôle des conditions requises pour l'exercice de ces droits (la loi vise notamment l'exercice du droit de vote

double et la perception d'un dividende majoré, qui supposent une conservation des titres sur plus de deux ans). Par ailleurs, et surtout, une disposition «balai» de première importance, qui constitue le principal arsenal du dispositif, permet d'aller au delà des écrans successifs d'intermédiaires, quelle que soit la forme au porteur ou nominative des titres (art. L. 228-3-I du Code de commerce) : aussi longtemps que l'émetteur estime que certains détenteurs dont l'identité lui a été communiquée le sont pour compte de tiers, il est en droit de demander à ces détenteurs de révéler l'identité des propriétaires. On peut se demander si l'appréciation qui est ainsi laissée à la société ne permet pas à celle-ci de se servir de cette prérogative pour tenter de limiter l'usage des droits de vote. A titre subsidiaire («à l'issue de ces opérations»), l'émetteur peut détecter les «sociétés écrans» d'actionnaires : un émetteur peut demander à une personne morale propriétaire de ses actions et possédant des participations dépassant le 2,5 % du capital ou des droits de vote de lui faire connaître l'identité des personnes détenant directement ou indirectement plus du tiers du capital ou des droits de vote de cette personne morale qui sont exercés aux assemblées générales de celle-ci.

L'article L. 233-7 du Code de commerce, relatif aux déclarations de franchissement de seuils, est enfin complété pour obliger l'intermédiaire détenteur pour compte de tiers à déclarer spontanément les franchissements de seuils sur une base consolidée, c'est-à-dire pour l'ensemble des actions desdites sociétés au titre desquelles il est inscrit en compte (sans que cette nouvelle charge n'affecte les obligations incombant aux propriétaires de titres). La violation de ces dispositions fait l'objet des sanctions prévues à l'article L. 228-3-3 du Code de commerce c'est-à-dire la privation des droits de vote et le paiement du dividende, ce qui est nouveau comme type de sanction en droit des sociétés. Cette disposition ne recueille pas notre approbation car elle revient à pénaliser l'actionnaire pour la carence éventuelle de son intermédiaire. En effet, faire peser sur les «intermédiaires inscrits» les obligations de franchissements de seuils conduit à une confusion des genres : ces déclarations de seuils portent sur les actionnaires directement, ou sur des personnes qui, au titre d'un mandat de gestion, disposent du pouvoir de vote au nom de leurs mandants. La situation retenue, déjà dénoncée en son temps par les établissements bancaires conservateurs de titres, conduit à comptabiliser deux fois certains franchissements : ceux déclarés par l'intermédiaire inscrits, et ceux effectués directement par les propriétaires dont les titres sont «déposés» auprès d'un «intermédiaire inscrit» non résident.

3. Les sanctions

L'article L. 228-3-3 dispose que lorsqu'une personne qui fait l'objet d'une demande d'identification n'a pas transmis les informations dans les délais ou a transmis des informations incomplètes ou erronées, les actions ou les titres donnant accès immédiatement ou à terme au capital et pour lesquels cette personne a été inscrite en compte sont privés des droits de vote, et le paiement du dividende correspondant est différé jusqu'à la date de régularisation de l'identification. On observera que le quantum de la sanction n'est pas clairement défini : ces sanctions s'appli-

quent-elles aux seuls titres sur lesquels l'émetteur estime avoir été mal informé, ou à l'ensemble des titres détenus par l'intermédiaire en cause, aussi bien pour compte propre que pour compte de tiers ? Force est de constater que la formulation est très large, de sorte qu'une imprécision relativement à un seul actionnaire pourrait causer un préjudice considérable à l'ensemble des propriétaires de titres conservés chez un intermédiaire donné. Par ailleurs, on ne peut que s'étonner de l'articulation entre l'article L. 228-3-3, qui s'applique à la personne qui a fait l'objet d'une demande en vertu des articles L. 228-2 à L. 228-3-1, et l'article L. 228-2 II relatif à la demande de l'émetteur tendant à l'identification des actionnaires figurant sur une liste transmise par l'intermédiaire «sous peine des sanctions prévues à l'article L. 228-3-2», lequel ne prévoit que la privation des droits de vote.

Ces sanctions sont aggravées si ces manquements sont intentionnels : au cas où la personne inscrite méconnaîtrait sciemment les dispositions des articles L. 228-1 à L. 228-3-1, le juge peut, à la demande de la société ou d'actionnaires représentant 5 % du capital, prononcer la privation totale ou partielle dans la limite de cinq ans des droits de vote attachés aux actions ayant fait l'objet de l'interrogation et éventuellement du dividende correspondant. On note ici, inversement, une proportionnalité dans la sanction. Enfin, les obligations de secret professionnel pénalement sanctionnées, qui jusque là ne touchaient que le personnel d'Euroclear France, sont nécessairement étendues au personnel des intermédiaires et de l'émetteur (art. 263-6 du Code de commerce), même si cette disposition est par nature limitée aux seuls intermédiaires français.

III Les aménagements à la procédure des offres publiques

A - Le rôle des instances représentatives du personnel

L'article L. 432-1 du Code du travail prévoyait, depuis l'adoption de la loi n° 89-549 du 2 août 1989, que le dirigeant de l'entreprise cible qui a connaissance du dépôt d'une offre en informe le Comité d'entreprise, qui pouvait alors inviter l'auteur de l'offre afin que celui-ci expose son projet. La loi NRE complète ce dispositif de façon assez large à l'issue de débats souvent houleux sur le rôle des instances représentatives du personnel en matière d'offre publique. L'information du Comité d'entreprise est désormais immédiate ; surtout, le Comité d'entreprise de la cible a la faculté de se prononcer sur le caractère amical ou hostile de l'offre³⁷. A cet égard, l'on peut s'interroger sur la pertinence de qualifier d'amical ou d'hostile une offre par le Comité d'entreprise : la qualification dépend souvent de celui qui exprime l'avis. Comme l'a rappelé le sénateur Marini lors des débats parlementaires, «*toute offre est amicale pour les actionnaires puisqu'elle va leur permettre de mieux valoriser leurs titres. Toute offre visant à transformer la stratégie d'une entreprise est plutôt inamicale, voire hostile, pour la direction en place. Quant aux salariés, il existe nombre de cas de figure*

où ils sont courtisés à la fois par les uns et par les autres»³⁸. Dès lors, le Comité d'entreprise peut-il apprécier le caractère de l'offre? Ce qui importe pour lui, n'est-ce pas plutôt les conséquences de l'offre, tant sur la structure sociale, les effectifs et l'organisation de l'entreprise? Pendant l'audition, qui a lieu dans les dix jours suivants la publication de la note, le Comité peut se faire assister d'un expert de son choix³⁹. L'on notera à cet égard que le gouvernement s'est rangé à cet avis. De même, l'initiateur de l'offre peut venir accompagné de personnes de son choix. L'obligation de se rendre à la convocation du Comité pèse sur le chef d'entreprise de l'initiateur, ou son représentant, désigné par lui parmi les mandataires sociaux ou les salariés de l'entreprise. L'initiateur de l'offre doit adresser au Comité, dans les trois jours de sa publication, la note d'information. Le comité peut alors formuler des observations (et non un avis). Lors des discussions parlementaires, certains ont souhaité instituer un véritable pouvoir pour le Comité d'entreprise, parfois même jusqu'à soumettre les offres publiques et plus généralement les cessions d'entreprises à l'accord préalable des organisations syndicales⁴⁰!

L'un des points les plus sensibles des discussions parlementaires portait sur la sanction applicable en cas d'inobservation de cette mesure. Fallait-il, comme c'est généralement le cas en cas de violation des pouvoirs des instances représentatives du personnel, instaurer un délit d'entrave? Si la mesure avait la faveur d'une partie des parlementaires, outre le fait que la sanction semblait disproportionnée par rapport aux pouvoirs accordés, cette sanction ne semblait la plus adaptée en la matière. C'est pourquoi le gouvernement, avec sagesse, a préféré retenir un régime plus approprié consistant au gel des droits de vote : le dirigeant de l'initiateur, ou son mandataire, qui ne se rend pas à la réunion du Comité fait alors l'objet d'une sanction automatique : la société ayant déposé l'offre est alors privée des droits de vote attachés aux titres objets de l'offre qu'elle détient ou viendrait à détenir directement ou par ses filiales au sens de l'article L. 233-16 du Code de commerce. Cette sanction peut être levée lorsque le chef d'entreprise se rend à la réunion du Comité, et lorsqu'il ne fait pas l'objet d'une seconde convocation dans les quinze jours qui suivent la réunion initiale à laquelle il avait été convoqué. En ce dernier cas, l'absence d'une manifestation de volonté du Comité équivaut à rendre la sanction sans objet.

Outre ces pouvoirs accordés au Comité d'entreprise, la loi nouvelle complète l'information obligatoire en matière sociale dans la documentation publique visée par la Cob. En effet, jusqu'à ce jour, la note d'information visée par la Cob ne comportait que peu d'informations de nature sociale susceptibles d'intéresser le comité d'entreprise de la société cible. Certes, l'article 7 du règlement Cob n° 89-03 prévoit que la note précise «*les intentions (de l'initiateur) pour les douze mois à venir relatives à la politique [...] sociale des sociétés concernées*». L'article L. 621-8 du Code monétaire et financier prévoit désormais que la note visée par la Cob doit contenir les orientations (et non les engagements) en matière d'emploi de l'initiateur.

B - Date limite de dépôt des surenchères

Depuis la réforme opérée en 1992, il était possible de déposer une surenchère jusqu'à la date de clôture de

l'offre, c'est-à-dire jusqu'au dernier jour de celle-ci. Cette pratique a cependant donné lieu à des abus. En cas de surenchères, et afin d'éviter que les offres ne se prolongent trop, le CMF peut désormais, lorsque trois mois se sont écoulés à compter du dépôt d'une offre publique, fixer une date de clôture définitive de toutes les offres en cours, après cependant avoir préalablement demandé aux parties de présenter leurs observations (art. L. 433-1-1 du Code monétaire et financier). Le dépôt des dernières surenchères est alors simultané pour préserver l'égalité des compétiteurs⁴¹. Notons qu'à la suite de la publication du nouveau règlement général du CMF, le délai de surenchère est réduit par la modification de l'article 5-2-5 : désormais, l'initiateur peut surenchérir sur les termes de son offre ou de la dernière offre publique concurrente cinq jours de bourse au plus tard avant la clôture (alors qu'auparavant il pouvait surenchérir jusqu'à la clôture).

C - Autres mesures

Outre les dispositions législatives insérées dans le Code monétaire et financier ou le Code de commerce par la loi NRE, le CMF a modifié son Règlement général sur de nombreux points, soit pour harmoniser celui-ci avec les modifications résultant de la loi NRE, soit pour tenir compte de certaines des difficultés apparues lors des offres boursières en 1999.

- L'ancien article 5-1-4 du Règlement général du Conseil des marchés financiers prévoyait l'éventualité d'un seuil en deçà duquel l'initiateur se réservait la faculté de renoncer à son opération : désormais, l'article 5-1-3-1 (inséré par l'arrêté du 18 décembre 2000 (JO du 17 juillet 2001) prévoit que si l'initiateur stipule dans son offre une condition d'obtention d'un certain nombre de titres, cette condition aura un effet automatique : si le seuil n'est pas atteint, l'offre tombe de plein droit. Cet effet automatique s'explique par le souhait de permettre le jeu des offres liées sans additionner les conditions. Le nouvel article 5-1-3-2 du Règlement général prévoit en effet la possibilité de lier des offres sur des sociétés distinctes : l'une des offres ne sera suivie, si le seuil stipulé est atteint, qu'à condition que le seuil soit également atteint dans l'autre ou les autres offres. A noter cependant que pendant la durée des offres, l'initiateur peut renoncer à cette conditionnalité, «notamment» en cas d'offres concurrentes et de surenchères sur l'une des sociétés visées.

- Un nouvel article 5-2-3-1 permet à l'initiateur qui obtient les deux tiers du capital et des droits de vote (ou de la majorité si plusieurs offres étaient en présence) de la société visée de réouvrir son offre (il doit alors publier sa décision dans les dix jours de bourse suivant la publication du résultat définitif). La nouvelle offre durera au moins 10 jours.

- L'article 5-1-12 précise la date d'ouverture d'une offre, qui est le lendemain de la publication de la note d'information ayant reçu le visa de la Cob.

- L'article 5-2-3, relatif à la publication des résultats, pose qu'«en principe» la publication a lieu au plus tard dans les 9 jours de bourse qui suivent la date de clôture. Si l'offre est assortie d'un seuil de renonciation, le Conseil publie un résultat provisoire dès qu'il a connaissance du

total de titres déposés auprès de l'entreprise de marché par les intermédiaires habilités aux fins de centralisation.

- L'interdiction faite à l'initiateur et à ses concertistes – lorsque l'offre comporte en tout ou partie la remise de titres – d'intervenir sur le marché des titres de la société visée pendant la période d'offre est étendue à la société visée et à ses concertistes. De même, l'interdiction d'intervenir sur les titres émis par la société dont les titres sont proposés en échange est étendue à la société visée et à ses concertistes (art. 5-2-12).

- Les restrictions aux interventions pour compte propre de l'établissement conseil de l'initiateur, de la société visée ou présentateur de l'offre sont étendues aux sociétés du groupe de cet établissement (art. 5-2-14).

- S'agissant du dépôt obligatoire d'une offre publique, la dérogation autorisée par le Conseil si le dépassement du seuil du tiers n'excède pas 3 % est étendue de l'article 5-5-2 (détenue directe) à l'article 5-5-3 (prise de contrôle d'une société détentrice de plus du tiers) : de ce fait, l'alinéa 3 de l'article 5-5-2 devient l'article 5-5-3.

- Une précision est enfin apportée à l'article 5-6-7, qui permet désormais à l'émetteur de titres rémunérant une OPR réalisée par voie d'échange de continuer ses interventions sur ses propres titres dans le cadre du programme de rachat d'actions de l'article L. 225-209 du Code de commerce.

Certaines modifications préconisées à la suite des offres boursières de l'été 1999 n'ont toutefois pas été retenues. On citera notamment :

- L'obligation d'obtention de majorité : les offres de l'été 1999 ont soulevé une question de principe : quelle attitude adopter face à une offre qui ne déboucherait pas sur l'obtention de la majorité des droits de vote ? L'obtention de 30 ou 40 % par exemple des droits de vote à l'issue d'une offre pose un problème au regard de l'acquisition du contrôle d'une société, qui pourrait être acquis de façon rampante sans en payer le prix et qui conduit à des situations peu claires. En outre, on peut se demander si la non obtention de la majorité témoigne d'une opposition majoritaire des actionnaires de la cible au projet de l'initiateur. Toutefois, et même s'il existe un Grande-Bretagne une obligation d'obtention de la majorité de 50.01 % des droits de vote de la société cible pour les offres non obligatoires, il n'a pas été jugé souhaitable de revenir sur ce point.

- L'implication des organes de gestion : l'intervention du conseil d'administration ou du conseil de surveillance des sociétés initiatrices et cible est déterminante, tant en ce qui concerne l'examen de l'offre que l'élaboration de la stratégie de réponse. A cet égard, si aucune mesure n'a été proposée dans le sens d'une plus grande implication des organes de gestion, il convient de rappeler les recommandations des deux rapports Viénot. Ainsi, il paraît essentiel que les organes de gestion procède à un examen approfondi de ses modalités de fonctionnement ; règle, le cas échéant, le problème des administrateurs ou des membres du conseil en situation de conflits d'intérêts⁴² ; apprécie l'opportunité de la constitution d'un comité ad hoc dans lequel le nombre des administrateurs indépendants serait renforcé et qui serait chargé de procéder à l'analyse approfondie, le cas échéant avec le concours de consultants externes, de l'offre et de la défense ; explique et rend publique sa décision.

- Le rôle de l'assemblée générale : la question est de savoir si l'assemblée générale de la société cible peut prendre toute décision relevant de sa compétence en cours d'offre. La présentation de mesures de défense en assemblée générale légitime ces dernières et devrait donc être facilitée. Le problème se résume souvent à une question de calendrier. Comment réunir dans les délais une assemblée d'actionnaire alors que les délais d'offres sont courts ? Ainsi, il aurait pu être envisagé, et bien que le CMF conserve en tout état de cause la possibilité de repousser la clôture de l'offre, de prévoir qu'en cas d'offre inamicale, le conseil de la société cible puisse demander au CMF d'allonger la période d'offre afin de convoquer et de réunir l'assemblée générale de ses actionnaires.

IV La compensation multi-produits (*global netting*)

La compensation des créances en cas de défaillance d'une partie a un contrat de marché (prêts, pensions, dérivés) était jusqu'à présent régie par trois textes disparates⁴³ organisant ce *close-out netting* et prescrivant l'opposabilité de cette compensation aux créanciers de la procédure collective de la partie défaillante. Aucun texte en revanche ne permettait de compenser entre eux les soldes dégagés par différents contrats. Concrètement, une partie non défaillante débitrice de la partie en redressement judiciaire au titre d'un contrat de pension mais créancière de celle-ci au titre d'un contrat de prêt de titres devait régler à la procédure collective le montant dû, en ne pouvant que déclarer à la procédure collective le solde en sa faveur, en tant que créancier ordinaire, ce qui accroissait considérablement les risques systémiques. Avant la réforme de l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 (aujourd'hui codifié à l'art. L. 431-7 du Code monétaire et financier), des analyses laissaient raisonnablement penser que, dans l'hypothèse de l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'une partie, la connexité entre ces types d'opérations serait reconnue, permettant ainsi la compensation des soldes sur le fondement de l'article L. 621-24 du Code de commerce (anciennement art. 33 de la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985). Toutefois, cette hypothèse n'a jamais été consacrée par la jurisprudence, et, si elle est plausible s'agissant d'opérations de prêts et de pensions qui reposent toutes deux sur des transferts temporaires, elle est beaucoup plus incertaine s'agissant de la compensation de soldes dégagés sur des produits dérivés avec des soldes provenant de transferts temporaires. Ce risque juridique était enfin d'autant plus pesant que les droits américains, allemands et anglais organisent ou sont en train de prévoir un «*global netting*», de sorte que la compétitivité de la place de Paris s'en trouvait affectée⁴⁴.

De fait, suite à la demande insistante des opérateurs français, l'article 29 de la loi NRE modifie donc l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, en permettant désormais la compensation de dettes et de créances relatives à des opérations sur instruments financiers relevant de conventions cadres différentes (A). Conséquence logique de cette faculté de compensation, la «*collatéralisation*» globale de ces opérations est également autorisée (B). De fait, les textes existants prévoyant une compensation spécifique (pensions, prêts de

titres) sont actualisés (C). Enfin, le mécanisme de la compensation est étendu aux opérations de trésorerie interbancaires (D).

A - Elargissement de l'article L. 431-7 par l'introduction d'une compensation multi-produits (*global netting*)

L'article 29 de la loi NRE étend le bénéfice d'une compensation réalisée jusqu'à présent produit par produit à l'ensemble des «opérations sur instruments financiers ou transferts temporaires de propriété d'instruments financiers [...] régies par une ou plusieurs conventions cadres», lesquelles «peuvent donner lieu à un solde unique compensé». Les «opérations» visées s'entendent de l'ensemble des instruments financiers de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier (donc notamment des produits dérivés de gré à gré documentés par convention cadre), les transferts temporaires de propriété étant les pensions et prêts de titres. Une difficulté existe concernant les opérations au comptant dont le sous-jacent n'est pas un instrument financier (comme les devises ou les marchandises) : celles-ci, faute de pouvoir qualifiées d'«opérations sur instruments financiers», pourraient être exclues du «*global netting*».

Afin de permettre à des parties de bénéficier de ces dispositions, deux possibilités se présentent. Elles peuvent tout d'abord signer un nouveau contrat ad hoc, construit notamment en vue de la détermination d'un solde unique toutes opérations confondues et d'une «collatéralisation» globale des opérations (voir infra) (par exemple, le contrat Euromaster, promu par la Fédération bancaire européenne⁴⁵) : elles bénéficient alors des dispositions de l'alinéa 1 de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, qui pose le principe même de la compensation et suppose que l'une des parties au moins soit un établissement financier⁴⁶. Si elles ne souhaitent pas réformer la documentation de leurs relations en conservant les contrats existants, elles peuvent, ainsi que le leur permet l'alinéa 2 du même article, convenir par un nouveau contrat (dit «Master de masters») de lier ces contrats entre eux. Toutefois, l'application de l'alinéa 2 suppose que les deux parties soient des établissements financiers⁴⁷. Cette curiosité rédactionnelle est en fait le reflet du débat parlementaire qui a oscillé entre le besoin concurrentiel pour la place de Paris d'instituer un *global netting* et l'inévitable statut de créancier super-privilegié des parties bénéficiant du «*global netting*».

Si les parties négligent de mettre en place un «*Master de masters*» ou un contrat du type de celui Euromaster, il leur sera toujours possible de s'efforcer de faire valoir la connexité pour compenser les soldes en cas de survenance d'une procédure collective ; toutefois, ainsi que nous l'avons vu, cette solution demeure discutée, et ne règle pas le sort de la résiliation des opérations du fait de la survenance d'un cas de défaillance, autre que l'ouverture d'une procédure collective, défini par la convention cadre⁴⁸, ce qui milite en faveur de la signature d'un nouveau contrat.

B - Introduction de la «collatéralisation» unique des opérations

Sans qu'une disposition rédactionnelle spécifique soit nécessaire, la possibilité de résilier l'ensemble des conventions et de déterminer un solde unique prévue par l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier induit désormais la possibilité de calculer un risque net de contrepartie sur l'ensemble des opérations entre deux parties, ce qui allège sensiblement le coût prudentiel de ces opérations. Ce calcul sera grandement facilité dans le cadre du contrat Euromaster de la Fédération bancaire européenne, qui prévoit un traitement globalisé du collatéral : inversement, un contrat du type «*Master de masters*» ne dispense pas d'appliquer les règles de «collatéralisation» propres à chaque «*master*», de sorte que le «*Master de masters*» fait office de «fusil à un coup», permettant certes le «*global netting*» en cas de défaillance de la contrepartie, mais pas la «collatéralisation» globale.

S'agissant des prises de garantie sur les opérations bénéficiant du «*global netting*», l'alinéa 4 de l'article L. 431-7 reprend le principe de remises fiduciaires d'actifs en «*garantie des obligations découlant de la ou des conventions cadre*» auparavant prévus par les textes disparates précités : ces remises sont opposables au règlement amiable ou à la procédure collective dont une partie ferait l'objet. La liste des actifs remis en garantie «valeurs, titres, effets et sommes d'argent» est augmentée des cessions de créances afférentes à ces opérations. Dans la mesure où il n'est pas requis que la remise en pleine propriété soit effectuée sous droit français, et où certaines remises pourraient ne pas être qualifiées de remises en pleine propriété, l'article L. 431-7 ajoute aux «remises en pleine propriété» la «constitution de sûretés sur de tels biens et droits».

C - Toilettage des textes disparates relatifs à la compensation

Les dispositions du Code monétaire et financier qui organisaient un régime de compensation propre respectivement aux pensions et aux prêts de titres⁴⁹, renvoient désormais à l'article L. 431-7. Du fait de ce renvoi, les dispositions de ces textes relatives à la remise d'actifs en pleine propriété à titre de garantie sont également abrogées. A l'occasion du remaniement de ces textes précités, l'énumération des titres pouvant faire l'objet de transferts temporaires est mise en cohérence avec la définition des instruments financiers formulée par l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier : peuvent désormais faire l'objet d'un transfert temporaire les instruments financiers figurant au 1°, 2° et 3° de cet article, sans qu'il y ait de condition spécifique aux opérations sur titres non cotés⁵⁰.

S'agissant plus spécifiquement des pensions, le renvoi à l'article L. 431-3 du Code monétaire et financier (anciennement art. 47 ter de la loi n° 83-01 du 27 janvier 1983), devenu inutile, est supprimé, de même que le pouvoir d'approbation des conventions cadre de pension qui était dévolu au Gouverneur de la Banque de France. Les prêts ne sont plus, quant à eux, limités dans leur durée à un an (ce qui était superflu au regard de la prohibition du

détachement de coupon pendant la durée du prêt), et ne doivent plus être enregistrés par un intermédiaire agréé.

D - Extension du mécanisme de l'article L. 431-7 aux opérations de trésorerie interbancaires

L'article 29-V de la loi NRE insère enfin un article L. 311-4 au Code monétaire et financier pour permettre de transposer le principe de compensation de l'article L. 431-7 aux opérations de trésorerie interbancaires : peuvent ainsi faire l'objet de compensation les dettes et créances afférentes aux crédits et dépôts soumis à une convention

cadre conclue entre établissements financiers⁵¹. On observera que la logique d'harmonisation et d'unification de la compensation précédemment décrite n'est pas respectée jusqu'au bout, dans la mesure où la compensation des opérations de trésorerie interbancaires ne peut être intégrée dans la compensation multi-produits de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier. Faute pour les espèces d'être des instruments financiers, la compensation de soldes d'espèces ne pouvait sans doute pas figurer dans ce dernier article ; il était toutefois concevable que, même prévue par un article distinct du Code monétaire et financier, le solde de compensation ainsi dégagé soit intégré dans le «*global netting*». ■

¹ Exposé des motifs du projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques, 20 mars 2000.

² Intervention de Christian Pierret, AN 1^{re} séance du 26 avril 2000 *JO Débats* p. 3334.

³ Intervention de François d'Aubert, AN 1^{re} séance du 26 avril 2000 *JO Débats* p. 3327 : «*le texte pose ainsi la supériorité de la régulation par l'Etat sur la régulation orchestrée par les acteurs du marché, seuls pourtant à même d'opérer les arbitrages cohérents et efficaces*».

⁴ L'idée de James Tobin devait permettre, en réduisant les mouvements de capitaux spéculatifs qui profitent des écarts de taux d'intérêts réels, de redonner une marge de manœuvre aux politiques monétaires nationales, et d'assurer une plus grande stabilité du processus de formation de prix sur les marchés financiers. Le produit de cette taxe serait consacré à l'aide publique au développement. G. Fuchs et D. Feurtet, «*Réguler la mondialisation financière*» : *DI Ass. Nat.* n° 38/2000, spéc. p. 67 et suiv. où les auteurs se proposent de faire de la Taxe Tobin «*l'une des directions des autorités françaises dans les forums internationaux [...] au même titre que la lutte contre les paradis fiscaux, le contrôle des spéculatifs et une réforme du système financier international*». O. Davanne, «*La Taxe Tobin : miroir aux alouettes ou réponse à la mondialisation financière ?*» : *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, 1999, p. 75. ; cf. aussi J. Tobin, «*A proposal for international monetary reform*» : *Eastern Economic Journal*, 4/1978. L'on notera qu'au cours de l'année 2000, la Chambre des communes du Canada et le Parlement européen ont chacun de leur côté soutenu l'idée d'une taxe internationale sur les mouvements de capitaux.

⁵ *Idem*.

⁶ *Idem*.

⁷ Pour une présentation détaillée des faits, cf. «*Synthèse des contrôles effectués lors des OPE bancaires closes en août 1999*» : *Bull. CMF*, n° 29, juin 2000, p. 3.

⁸ Cf. Ord. Pdt. TGI Paris du 3 août 1999, Cob/CGU : *Banque & droit* n° 68, novembre-décembre 1999, p. 40, note H. de Vauplane. Au cas d'espèce, devant l'accord trouvé entre la Cob et l'actionnaire incriminé pour mettre fin à cette situation, le Président du TGI a homologué cet accord : Ord. Pdt. TGI Paris du 31 août 1999, Cob/CGU : *Banque & droit* n° 68, novembre-décembre 1999, p. 40, note H. de Vauplane.

⁹ On notera que les marchés reconnus sont ainsi placés au même rang que les marchés réglementés.

¹⁰ Le nouvel article 5-1-11 du Règlement général du CMF est harmonisé avec le nouvel article L. 421-13 du Code monétaire et financier, et renvoie aux règles des marchés réglementés pour déterminer les conditions d'application de l'obligation de concentration (inséré par l'arrêté du 18 décembre 2000 (*JO* du 17 juillet 2001)).

¹¹ Ce pouvoir a déjà été utilisé à plusieurs reprises par la Commission, notamment lors de la saga Hubert Industrie aux fins d'imposer l'ouverture d'une garantie de cours (Ord. TGI 5 août 1994 : *Bull. Joly Bourse* 1994, p. 597, note C. Ducouloux-Favard) ou d'allouer des intérêts moratoires afin de placer les actionnaires minoritaires dans la même situation que les vendeurs d'un bloc majoritaire (Ord. TGI, 18 sept. 1995 : *Bull. Joly Bourse* 1995, p. 28, note P. Le Cannu).

¹² Ce pouvoir de mise sous séquestre n'avait pas été mis en œuvre, à notre connaissance, jusqu'à la présente décision.

¹³ Cf. J.-J. Daigre, «*Une nouvelle source du droit : le Communiqué ? A propos d'un communiqué de la Cob du 4 mai 1999*» : *RD bancaire et bourse* n° 74, juill.-août 1999, p. 109 ; J.-J. Daigre, «*Des offres publiques bancaires : de quelques enseignements généraux tirés de l'affaire BNP-Société générale-Paribas*» : *JCP* 2000, éd. G, I, 200, p. 133 ; M.-A. Frison-Roche, «*La Cob s'arroge le pouvoir de priver d'efficacité un contrat*

valable», *Le Monde*, 18 mai 1999, p. 20.

¹⁴ De même, le Conseil national de la comptabilité n'est plus représenté au collège de la Cob par l'un de ses membres, mais par son président (art. L. 621-2, alinéa 9 du Code monétaire et financier).

¹⁵ Cette publicité précisait «*... voici la valeur détruite par la BNP depuis le lancement de ses offres : - 13.1 %*».

¹⁶ Ord. trib. com. du 3 août 1999, BNP/Société générale et Paribas, *Les Annonces de la Seine*, 5 août 1999, n° 56, p. 9.

¹⁷ Les mêmes reproches sont apparus lors de la bataille Elf/Total Fina.

¹⁸ Sur les différents contrôles intervenant dans une procédure d'offre publique, cf. T. Schoen, «*Les contrôles externes en matière d'offres publiques en droit français*» : *Petites Affiches* 16 octobre 1998, p. 8, in Le contrôle du gouvernement des sociétés cotées dans l'espace européen, *Colloque du Cercle des comparatistes*, 1998.

¹⁹ *La Tribune*, 24 août 1999, p. 18.

²⁰ Pour une critique – justifiée – du rôle du CECEI lors des offres BNP et Société générale sur Paribas, cf. J.-J. Daigre, «*Des offres publiques bancaires : de quelques enseignements généraux tirés de l'affaire BNP-Société Générale-Paribas*» : *JCP* 2000, éd. G, I, 200, p. 133 ; T. Bonneau, «*De la nécessaire publication des décisions individuelles prises par le CECEI*», *RD bancaire et financier* n° 1, janv.-fév. 2000, p. 3.

²¹ Cf. annexe au *Rapport Sénat* n° 5, 4 octobre 2000.

²² Paris, 27 oct. 1993, Sucrerie de Chalon : *Banque & droit* n° 32, 1993, p. 21, note F. Peltier.

²³ Sans son rapport, le sénateur Marini relevait que la notion de contrôle est appréciée de deux façon distinctes en droit des sociétés et en droit financier : en droit des sociétés, le contrôle est une notion unitaire qui ne permet pas d'ajouter les voix des personnes agissant de concert avec cette société, alors qu'en droit boursier, les voix des partenaires agissant de concert sont totalisées pour déterminer le seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire. Dès lors, le sénateur Marini préconisait de donner une définition identique du contrôle «*de manière à renforcer les possibilités pour le marché d'être informé des prises de contrôle*».

²⁴ Paris, 20 février 1998 : «*Le contrôle défini par l'article 355-1 de la loi du 24 juillet 1966 est exclusif de la notion de concert*» : *Banque & droit*, mars-avril 1998, n° 58, p. 26, note H. de Vauplane ; D. 1999, somm. p. 253, obs. Y. Reinhard ; *Rev. CMF*, avril 1998, p. 19, note M.-J. Vanel et p. 21, obs. M. d'Orazio ; *Bull. Joly* 1998, p. 622, note P. Le Cannu ; *Dalloz Affaires* 1998, p. 540 ; *JCP E* 1998, p. 705, note A. Viandier ; *JCP G* 1998, II, 10096 et *JCP E* 1999, p. 1432, obs. J.-J. Daigre ; *Bull. Joly Bourse* 1998, p. 233, note S. Robineau ; *Rev. Sociétés* 1998, p. 346, note Bucher ; *RTD Com.* 1998, p. 379, note N. Rontchevsky ; *Dr. Sociétés*, mai 1998, n° 81, p. 18, obs. H. Hovasse ; *RD bancaire et bourse* 1998, p. 64, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche.

²⁵ Sur la position du CMF en matière de rapport entre les notions de contrôle et de concert, cf. C. Maison-Blanche, «*Réflexions sur la définition du contrôle et l'action de concert*» : *Rev. CMF*, fév. 2000, p. 81.

²⁶ Cf. *Banque & droit*, n° 63, janv.-fév. 1999, p. 36. Cf. aussi, J.-J. Daigre, «*L'action de concert : actualité récente*» : *RD bancaire et bourse* n° 76, nov.-déc. 1999, p. 208 et «*De l'action de concert après la décision du CMF du 13 novembre 1998*» : *JCP* 1999, I, n° 122, p. 568 et *JCP E* 1999, p. 660 ; P. Le Cannu, «*L'action de concert dans l'actualité de l'année 1998*», in *Mélanges AEDBF-France, Banque éd.* 1999, p. 133.

²⁷ Pour une opinion plus mesurée, cf. ANSA, n° 3031, juin-juillet 2000 qui estime qu'une telle mesure «*ne paraît a priori guère contestable*».

²⁸ L'article L. 439-1 du Code du travail prévoit qu'un comité de groupe est constitué au sein du groupe formé par une entreprise appelée entreprise dominante et les entreprises qu'elle contrôle dans les conditions définies

aux articles 354, 355-1 et au 2^e alinéa de l'article 357-1 de la loi du 24 juillet 1966. Il retient ainsi comme critère de domination la participation au capital et le contrôle par les droits de vote et la nomination des dirigeants.

²⁹ Sur ce thème, cf. P. Bézard, «Connaissance de l'actionnariat», in *La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions* : *RJ Com.*, n° spécial 1990, p. 16 et suiv.

³⁰ «L'identification des actionnaires des sociétés cotées», *rapport du groupe de travail de l'ANSA* présidé par Philippe Bissara (janvier 1997) ; cf. aussi, J.-P. Valuet, «L'identification des actionnaires des sociétés cotées» : *Rev. Sociétés* 1996, p. 707.

³¹ Cette règle, qui figurait jusqu'à présent à l'article 1 du décret n° 83-359 du 2 mai 1983, a désormais une consécration législative.

³² Au sens de l'article 102 du Code civil, c'est-à-dire au regard du lieu de leur principal établissement : par simplification, un amendement tendant à définir la notion de résidence au sens de l'article 4B du Code général des impôts.

³³ Cf. J.-P. Valuet et Z. Sekfali, «La société émettrice et l'intermédiaire financier français face au trustee et au nommée» : *RD bancaire et bourse* 1993, p. 147.

³⁴ Amendement n° 42 de la Commission des lois de l'Assemblée Nationale.

³⁵ Le délai de transmission des teneurs de compte à Euroclear France (10 jours) est désormais fixé par décret. Noter également que le Sénat avait proposé d'étendre le régime du TPI à tous les instruments financiers émis par une société.

³⁶ Lesquels ont par hypothèse dû déclarer leur qualité de détenteurs pour compte de tiers en application de l'article L. 228-1.

³⁷ Lorsque la société cible d'une offre est le holding d'un groupe, cette mesure concerne le seul comité de groupe (art. L. 439-2 du Code du travail modifié).

³⁸ Sénat, séance du 11 octobre 2000.

³⁹ L'article L. 424-6 du Code du travail prévoit déjà la possibilité pour le Comité d'entreprise de «faire appel à tout expert rémunéré par ses soins pour la préparation de ses travaux». La présente modification n'a d'autre objet que de donner une base juridique incontestable à cette faculté.

⁴⁰ Cf. par exemple, l'amendement n° 435 déposé devant le Sénat.

⁴¹ L'article 5-2-10 prévoyait déjà une faculté pour le Conseil de fixer un délai limite pour le dépôt de chacune des surenchères successives (10

semaines après l'ouverture d'une offre). Cette disposition est complétée par l'insertion d'un article 5-2-10-1, qui permet au Conseil, toujours 10 semaines après l'ouverture d'une offre, de recourir à un dispositif de dernière enchère en fixant la date à laquelle chacun des initiateurs devra lui faire connaître le maintien de son offre aux mêmes conditions ou le dépôt d'une ultime surenchère. A ce moment, le Conseil arrête la date de clôture définitive des offres. Aucune surenchère ne peut alors être déposée, sauf si une offre publique concurrente vient à être ouverte.

⁴² Cf. le cas de A. Lévy-Lang, administrateur d'Elf alors que l'établissement qu'il présidait était dans le même temps la banque conseil de Total-Fina.

⁴³ Article 52 loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 pour les opérations sur instruments financiers à terme, article 33 de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 pour les prêts de titres et article 12 bis de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 pour les pensions.

⁴⁴ Rapport AN n° 2864 du 19 janvier 2001, E. Besson, p. 52.

⁴⁵ Disponible sur : www.fbe.be

⁴⁶ «Prestataire de services d'investissement ou un établissement public ou une institution, entreprise ou un établissement bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2 du Code monétaire et financier ou un établissement non résident ayant un statut comparable».

⁴⁷ «Etablissement de crédit, entreprise d'investissement, institution visée à l'article L. 518-1 ou un établissement non résident ayant un statut comparable».

⁴⁸ Ces cas étant fréquemment une simple inexécution du cocontractant, un défaut croisé (inexécution vis-à-vis d'un tiers), une déclaration inexacte, l'ouverture d'un règlement amiable, la disparition d'une sûreté, etc.

⁴⁹ Article L. 432-16 du Code monétaire et financier (anciennement art. 12-1 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993) s'agissant des pensions et article L. 432-8 (anciennement art. 33 de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987).

⁵⁰ Les textes dans leur ancienne rédaction réservaient les transactions sur titre non cotés aux titres qui, inscrits au hors cote, faisaient l'objet d'un volume significatif de transactions (par renvoi à l'art. 163 octies 1°) du CGI).

⁵¹ «Etablissement de crédit, entreprise d'investissement, institution et services visés à l'article L. 518-1 ou un établissement non résident ayant un statut comparable».