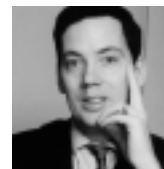


Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques

BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

II Actualités réglementaires

OPA. Offre lancée par des FCPR via une société financière commune. Échec.

Offre publique GrandVision : décision de recevabilité du CMF 203C1185 du 4 août 2003 ; visa de la COB n° 03-745 du 6 août 2003 ; note d'information conjointe du 8 août 2003 ; décision CMF n° 203C1466 du 18 septembre 2003 relative au résultat de l'offre.

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 791 et s. p. 723 et s.

Des FCPR gérés par une société de gestion spécialisée dans les opérations majoritaires avec effet de levier ont lancé, via deux sociétés financières constituées à cet effet, une offre publique d'achat, avec l'accord des dirigeants de la cible. Ils ont conditionné l'offre à l'obtention d'actions représentant au moins les deux tiers du capital et des droits de vote, mais la condition n'ayant pas été satisfaite, l'offre a été clôturée sur un constat d'échec.

1. Voici une offre publique d'achat doublement singulière malgré son caractère banal car, d'une part, elle a échoué malgré l'accord et l'engagement d'apport des dirigeants de la cible, d'autre part, elle a été lancée par une société de capital-investissement via des fonds communs de placement à risque. Le premier aspect est anecdotique, même si un échec dans un tel cas de figure est inédit, une offre publique acceptée par la société cible, du moins par ses dirigeants, ce qui démontre que les intérêts des uns, les dirigeants, ne sont pas nécessairement ceux des autres, les actionnaires. Arrêtons-nous au second aspect : une OPA déposée par des FCPR. Rien ne vient interdire à des OPCVM d'en lancer¹, mais l'intérêt en est théoriquement réduit car l'investissement dans une même société est en principe limité à 10 %². Mais des fonds peuvent se grouper, ce qui est d'autant plus facile lorsqu'ils ont la même société de gestion, ce qui était le cas en l'espèce. En l'occurrence, ce plafonnement ne s'appliquait pas car il

s'agissait de fonds communs de placement à risque : il est relevé à 35 % pour les FCPR agréés³ et écarté pour les FCPR allégés⁴. L'intention de l'offrant était de prendre le contrôle absolu de la cible pour la retirer de la cote. Il s'agissait donc à terme d'une opération dite de « *public to private* ». C'est pourquoi il était prévu que l'offre serait caduque si le seuil des deux tiers du capital et des droits de vote n'était pas atteint, et pourquoi, à l'inverse, l'offrant s'était réservé la possibilité de rouvrir l'offre dans les dix jours de la publication de ses résultats si ce seuil était atteint et de la prolonger par une offre publique de retrait et un retrait obligatoire si nécessaire.

2. Le fait qu'il s'agisse de FCP soulève une difficulté de principe, tenant à leur absence de personnalité morale, puisque telle est la règle voulue par la loi⁵. Comment une entité sans personnalité peut-elle prétendre réaliser un acte juridique et, en l'occurrence, lancer une offre publique d'achat en bourse ? De même, comment admettre qu'elle puisse participer à une action de concert alors que celle-ci repose sur un accord⁶ ? La réponse de droit positif est que les FCP sont légalement représentés par la société de gestion⁷. Le directeur général de la COB en tire une conséquence dans une lettre au président de l'AFG-ASFFI⁸ : il y rappelle le principe d'autonomie des sociétés de gestion⁹ et son corollaire, la non-consolidation des opérations effectuées pour le compte de tiers, mais remarque aussitôt que les sociétés de gestion sont néanmoins tenues d'effectuer des déclarations de franchissement de seuil pour l'ensemble des actions détenues par les fonds qu'elles gèrent.

Il n'en reste pas moins que demeure soulevée la question théorique du fondement de la capacité juridique des fonds communs de placement. Faut-il leur reconnaître un embryon de personnalité juridique, nul ne pouvant agir au nom d'une entité qui n'existe pas juridiquement ? Bien que la loi dénie toute personnalité juridique aux FCP, il ne serait pas incongru de leur reconnaître une personnalité minimum, dont il existe

1 I. Riassetto et M. Storck, *OPCVM*, Joly Editions, 2002, n° 222, p. 100. Lamy droit du financement, 2003, n° 1622, p. 937. Dictionnaire permanent épargne et produits financiers, vo OPCVM, n° 38.

2 Art. 4 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989.

3 Art. 10-II du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989.

4 Art. 10-IV du décret précédent.

5 Art. L. 214-20 C. mon. fi.

6 Répertoire Dalloz des sociétés, vis Action de concert, par D. Schmidt, n° 8 et s.

7 Art. L. 214-25, alinéa 3, C. mon. fi. A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, éd. Francis Lefebvre, 2^e éd., 2003, n° 1436, p. 254.

8 Bull. COB n° 334, avril 1999, p. 23.

9 Art. 64-II de la loi du 2 juillet 1996.

d'autres précédents en droit français, par exemple, les associations non déclarées et les sociétés en voie d'immatriculation¹⁰. Mais cette solution n'est pas la seule envisageable. On pourrait également admettre que le fonds ne vient à la vie juridique que par la société de gestion, par un emprunt de personnalité, sans lui reconnaître un début de personnalité propre. Peut-être est-ce l'analyse la plus juste, dans la mesure où les FCP sont dotés d'une capacité par la loi, sans avoir de patrimoine. Or, un auteur a récemment essayé de montrer que des groupements pouvaient avoir une capacité juridique sans avoir de patrimoine¹¹. En tout état de cause, quelle que soit l'explication théorique, personnalité embryonnaire ou personnalité d'emprunt, les FCP peuvent être admis à lancer une offre publique et considérés, lorsque l'occasion s'en présente, comme des concertistes¹², ce qui peut soulever d'autres problèmes¹³.

3. Une autre difficulté, d'ordre pratique celle-ci, peut résulter de la participation d'un OPCVM à une offre publique, difficulté illustrée par l'offre GrandVision: comment organiser les garanties qui peuvent s'avérer nécessaires, alors que les OPCVM ne peuvent se porter garant pour compte de tiers, ce que ne prévoit pas expressément la loi française mais ce qu'imposent les règles communautaires¹⁴? Pour résoudre cette difficulté, et sans doute pour d'autres considérations, les promoteurs de l'offre avaient créé deux sociétés communes aux FCPR, sociétés qui avaient donné leur garantie tout en étant financées par les fonds, sociétés qu'on n'ose pas dire filiales des FCPR. En effet, notons que la même question de principe que précédemment se pose: qui est associé des SAS, des fonds ou de leurs souscripteurs? La note d'information conjointe¹⁵ vise exclusivement les FCPR. Mais, même si les fonds peuvent jouer le rôle d'intermédiaire inscrit au sens de la loi du 15 mai 2001 (art. L. 228-1 du Code de commerce), c'est uniquement pour les souscripteurs qui n'ont pas leur domicile sur le territoire français et cela n'empêche pas que le principe demeure, les actions doivent être inscrites en compte au nom de leur propriétaire, ce que confirme à sa manière une jurisprudence récente qui annule une augmentation de capital parce que l'un des souscripteurs était une société non encore immatriculée au moment de la souscription¹⁶. En l'espèce, le montage retenu précisément a consisté à créer deux SAS gigognes, la seconde étant détenue en totalité par la première. Cette seconde SAS était destinée à émettre, d'une part, des obligations convertibles en actions de la première, obligations entièrement à souscrire par les fonds, d'autre part, des obligations ordinaires et des emprunts classiques souscrits par des banques auxquelles les deux SAS avaient promis de donner les actions de la cible en nantissement. Il avait enfin été convenu que les SAS cautionneraient les engagements de la cible (dont on ne voit d'ailleurs pas bien ce

qu'ils pouvaient être au regard de l'interdiction de l'article L. 225-216 du Code de commerce, ex-article 217-9 de la loi du 24 juillet 1966).

Au résultat, le montage avait deux effets principaux: résoudre la question des garanties et limiter l'engagement des fonds. Ce second aspect, qui ne présente pas de difficulté particulière en l'espèce, les SAS étant destinées à être dotées des fonds propres ou quasi-fonds propres nécessaires à l'opération envisagée, soulève néanmoins la question générale de la responsabilité des FCP: qui serait responsable en cas de défaillance financière d'un fonds, les souscripteurs, le fonds, la société de gestion? Bien évidemment, il faut écarter la responsabilité de la société de gestion, qui endosse les conséquences de ses propres fautes mais non les dettes du fonds (art. L. 214-28 C. mon. fi.), car elle ne peut être responsable que comme un mandataire et un entrepreneur. Le fonds n'ayant pas d'existence juridique ni de patrimoine propre, ne peut non plus être redevable des dettes qui naissent de son exploitation. Reste donc les souscripteurs, ce qui est logique s'agissant d'une indivision, même si elle obéit à un régime spécial (art. L. 214-20 C. mon. fi.). Mais, la loi précise qu'ils ne sont tenus des dettes du fonds qu'à concurrence de son actif et proportionnellement à leur quote-part (art. L. 214-23 C. mon. fi.). Leur obligation vis-à-vis des tiers est donc plafonnée comme dans une société à risques limités, de sorte que les créanciers du fonds, dont le titre résulte notamment de la conservation ou de la gestion des actifs, ne peuvent exercer leurs poursuites que sur les actifs de celui-ci et non sur les patrimoines des souscripteurs¹⁷, ce qui fait une différence essentielle avec la gestion individuelle dans laquelle le client de la société de gestion encourt une responsabilité illimitée¹⁸. Mais, en créant une ou plusieurs sociétés par actions simplifiées destinées à agir pour le compte des fonds, les souscripteurs ont encore plus limité leur obligation aux dettes. Pourrait alors se poser la question de la réalité de ces sociétés, s'il était démontré qu'elles n'ont eu d'autre objet que d'agir pour le compte des fonds, d'autres moyens que ceux mis à leur disposition par ceux-ci, et d'autre finalité que de réduire la responsabilité des porteurs de parts. Mais l'arme de moralisation du droit des sociétés qu'est la fictivité est à manier avec la plus grande prudence, d'autant que le législateur a lui-même créé des formes sociales authentiquement fictives en admettant les EURL et les SAS unipersonnelles¹⁹.

4. On peut noter, pour terminer, que l'offrant n'avait pas décidé de se prévaloir des nouvelles règles relatives à la coordination des offres publiques et du contrôle des concentrations. Il avait en effet renoncé à soumettre l'offre à la condition suspensive d'obtention d'une décision favorable préalable (art. 5-1-3-3 nouveau du Règlement général du CMF). ■

10 D. Hiez, *Etude critique de la notion de patrimoine en droit privé actuel*, préface de Ph. Jestaz, bib. de droit privé, t. 399, 2003, n° 112 et s., p. 76 et s.

11 D. Hiez, thèse précitée.

12 I. Riassetto et M. Storck, ouvrage précité, n° 213, p. 97.

13 L'existence d'une action de concert pourrait conduire un FCP à être tenu solidairement responsable du dépôt d'une OPA rendu obligatoire par un franchissement de seuil imputable à l'un des autres concertistes, ce qui serait peu compatible avec l'obligation de la société de gestion d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts du fonds; voir A. Poncelet, *Peut-on organiser une action de concert entre les actionnaires de référence*

et les salariés?: Actes pratiques et ingénierie sociétaire, janvier-février 2001, Idée nouvelle, p. 5

14 Art. 41 de la Directive OPCVM n° 85/611. I. Riassetto et M. Storck, op. cit., n° 113, p. 54. Lamy Droit du financement, 2003, n° 1628, p. 939.

15 Visa n° 03-745 du 6 août 2003; note publiée le 8 août 2003.

16 Com., 1^{er} juillet 2003, Juris-Data, doc. n° 019890.

17 I. Riassetto et M. Storck, ouvrage précité, n° 402, p. 187.

18 CA Paris, 26 mars 1999, Banque & Droit mai-juin 2001, p. 40, Chronique de gestion collective, F. Bussiere.

19 Voir Répertoire Dalloz des sociétés, vis Société fictive, par J.-J. Daigre.