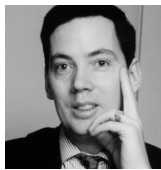


Chronique financière et boursière



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas

Proposition de XIII^e directive sur les Offres publiques d'acquisition

Avis du Comité économique et social (CES), JOCE du 7 octobre 1996.

L'examen de nouveau projet de XIII^e directive sur les Offres publiques suit son cours. Devant le CES, un certain nombre de modifications ont été souhaitées. Sans entrer dans le détail, nous nous contenterons d'en citer certaines et de nous attarder sur l'une d'entre elles. Les représentants du CES souhaitent exclure du champ d'application de la directive le cas de la prise de contrôle indirecte d'une société cotée par l'intermédiaire de la prise de contrôle d'une société non cotée en bourse. De la même manière, le CES demande l'exclusion des cas de détention provisoire et temporaire de titres (cas du portage de titre, ce qui mettrait le droit français, compte tenu de la jurisprudence en la matière, à un niveau d'exigence supérieur à celui de la directive), ou encore l'exclusion pour les droits de vote détenus par l'intermédiaire de *brokers*.

La remarque la plus intéressante porte sur la détermination de l'organe compétent lors des OPA transfrontières. Le CES estime en effet que la proposition de la Commission ne «*règle pas complètement le problème de la compétence territoriale. L'autorité compétente continue-t-elle à être celle du siège social de la société chaque fois*» que la condition de première négociation sur une place financière n'est pas satisfaite? En effet, selon les membres du CES, «*si le critère de base est celui du "marché" plutôt que d'un "siège social", la proposition de directive doit indiquer clairement que "le marché réglementé" est celui où les titres sont cotés, indépendamment du fait qu'il ne s'agisse pas du premier, dans le cas où les titres ne sont plus cotés sur ce marché*». Ce point mérite une explication complémentaire. Lorsque le titre d'une société fait l'objet d'une admission sur au moins deux marchés réglementés de la Communauté, le problème se pose de déterminer la loi applicable à l'offre publique. La réponse à cette question suppose préalablement de déterminer l'autorité de contrôle en matière d'offre publique. Cette question conduit corrélativement à s'interroger sur les conditions d'application d'une réglementation étrangère par une autorité boursière étrangère. La réponse dépend du rôle et des attributions de cette autorité. Il sera donc nécessaire de connaître la mission dévolue à celle-ci afin d'exclure ou d'accepter l'application d'un droit étranger. A cet égard, on peut distinguer deux types de missions : les

premières ont pour seul objet d'organiser le marché, et non de régir le fonctionnement des sociétés. Les règles alors dégagées peuvent être considérées comme des lois de police. Les secondes missions généralement octroyées à une autorité boursière n'ont pas pour objet d'organiser le marché, mais de protéger les actionnaires des sociétés cotées. On peut légitimement considérer que le droit des offres publiques répond à ce deuxième type de mission. Or, ces dispositions ne sont pas attachées au marché lui-même mais au fonctionnement des sociétés cotées. Dans ce cas, la réglementation des offres publiques doit être rattachée à la «*lex societatis*». On objectera qu'une telle vision peut être hasardeuse : ainsi, les informations qui doivent être publiées lors d'une offre publique relèvent-elles de l'organisation du marché ou du fonctionnement des sociétés ? De même, si les minoritaires sont des actionnaires, relevant à ce titre du droit des sociétés, ce sont aussi des investisseurs, relevant du droit boursier. Il n'existe donc pas de réponse uniforme en la matière, mais il est possible de tracer quelque grandes lignes de réflexion. Deux approches sont en effet possibles : soit la réglementation se rattache au droit des sociétés, la loi applicable sera alors la loi de la société cotée (*lex societatis*) ; soit la réglementation boursière est liée au marché sur lequel l'opération est effectuée. Dans ce dernier cas, toute opération sur un marché devra respecter les principes issus de celui-ci (loi de la bourse). Un exemple permettra de saisir la difficulté de procéder à ce partage : quel sera le droit applicable pour une société cotée uniquement sur une place qui n'est pas celle de son siège social ? Réciproquement, quel sera le droit applicable en cas de cotations multiples, c'est-à-dire sur plusieurs places financières ? Convient-il de retenir l'ensemble des droits des différents marchés, au motif qu'il est nécessaire de protéger les épargnants de chaque pays avec leur réglementation nationale ? La difficulté augmente lorsque l'analyse de ces réglementations met en évidence, malgré un objectif commun, des différences de degrés et de moyens entre les législations, notamment en terme de protection des minoritaires.

Les études les plus récentes en la matière semblent pencher pour l'application de la loi du marché, du fait que le droit des offres publiques est considéré comme un mode d'organisation du marché boursier (16). Ce droit en effet s'intéresse moins aux sociétés cotées elles-mêmes qu'aux règles relatives à l'organisation des transactions. Toutefois, l'étude pratique des opérations transfrontières indique que, quels que soient les systèmes juridiques, ceux-ci essayent de

concilier la loi du siège social de la société cible et la loi de la bourse locale : soit le principe est celui de la loi du marché, mais des corrections seront apportées pour rendre applicable, en certaines circonstances, la «lex societatis», soit celle-ci est déclarée applicable, mais la loi de la bourse se voit alors reconnaître une vocation subsidiaire à s'appliquer (17).

(16) J. Stofflet, «Bourses et opérations de bourse», *J.-Cl. droit international*, fasc. 566C, p. 6, n° 35.

(17) Pour une étude complète sur la question du droit applicable aux offres transfrontières, cf. X. Boucobza, «L'acquisition internationale de sociétés», thèse, Paris II - 1996, dont une partie de ces lignes sont issues.

