

Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Vice-président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Actualités réglementaires

Action de concert. Création ultérieure d'une société holding entre deux des quatre membres du concert. Absence de modification significative de l'équilibre initial. Maintien de la prééminence d'un deux autres membres. Non-franchissement de l'un des seuils visés aux articles 5-5-2 et 5-5-4 du RG du CMF. Offre publique (non)

Décision CMF n° 200C1736 CNP du 24 novembre 2000.
Voir aussi «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 789, et
«Les offres publiques en bourse», Banque éditeur, collection *Les essentiels*, p. 32.

La cristallisation au sein du concert majoritaire de la conjonction des intérêts de La Poste et des Caisses d'épargne via une holding à constituer, cristallisation qui s'intègre dans l'action de concert préexistante et qui laisse à la CDC sa place de premier actionnaire dans le bloc majoritaire, ne traduit pas une modification significative de l'équilibre initial ; en application de l'article 5-5-5, dernier alinéa, il n'y a donc pas matière à offre publique.

La CNP assurances a été l'objet d'un pacte majoritaire en 1998 entre ses quatre principaux actionnaires, l'Etat (1 %), la CDC (40 %), la Poste (20 %) et les Caisses d'épargne (12,50 %). Transmis au CMF en application de l'article 356-1-4 de la loi du 24 juillet 1966, ce pacte, conclu pour cinq ans, comportait des engagements relatifs à la mise en œuvre d'une politique commune, une clause d'incessibilité temporaire, l'engagement de ne pas prendre de décision ayant pour objet de modifier substantiellement l'équilibre entre les participations des parties et un droit de préemption, et formait une action de concert entre ses signataires, ce dont le CMF avait pris acte en 1998⁽²⁴⁾. Mais les quatre concertistes ont récemment transmis au CMF un projet de réaménagement de leurs participations respectives, afin de savoir si la configuration nouvelle donnerait

matière à offre publique. Les opérations envisagées sont les suivantes : acquisition par les Caisses d'épargne de 5,5 % du capital, auprès de la CDC (3 %), de La Poste (2 %) et de l'Etat (0,5 %) ; regroupement des participations de La Poste et des Caisses d'épargne (18 % chacune) dans une holding commune appartenant au secteur public (La Poste en détiendra 50,1 %), qui fera l'objet d'une gestion paritaire et se substituera dans l'intégralité des droits et obligations de La Poste et des Caisses d'épargne résultant du pacte d'actionnaire signé en 1998. Cette holding, qui détiendra ainsi 36 % du capital, franchira le seuil du tiers. Cependant, le Conseil, relevant qu'elle détiendra et conservera une participation inférieure à celle de l'actionnaire prédominant actuel (CDC), que l'avenant au pacte antérieur assure le respect de ce nouvel équilibre et que la durée de vie de la holding et du pacte spécial entre ses actionnaires est alignée sur celle du pacte principal, a considéré que la cristallisation des droits de deux des actionnaires de la holding s'intégrait dans l'action de concert préexistante et laissait à la CDC sa place de premier actionnaire, de sorte qu'il n'y avait pas de modification significative de l'équilibre initial et qu'il n'y avait donc pas matière à offre publique.

Dans ce réaménagement des participations entre les signataires du pacte principal, la modification à prendre en compte est relative à la constitution d'une société holding entre deux des membres. En effet, celle-ci est destinée à recevoir en une seule fois, par apport, 36 % du capital et des droits de vote de la CNP, de sorte que, en principe, elle devrait être obligée de lancer une offre publique obligatoire sur le reste des titres, en application de l'article 5-5-2 du Règlement général du CMF. Mais, deux éléments fondamentaux de l'opération conduisent à considérer que rien n'est modifié entre les parties. D'une part, la holding ne sert que de masque (sans être pour autant fictive) à deux des actionnaires minoritaires, La Poste et les Caisses d'épargne, car elle ne sert que de réceptacle à leurs participations dans la CNP et prend leur place au sein du pacte d'actionnaire

précédent. Le CMF parle de simple « cristallisation » de leurs participations, une expression bienvenue. D'autre part, la création de cette holding laisse à la CDC sa place de premier actionnaire dans le bloc majoritaire, puisque destinée à détenir 36 % de la CNP, elle détendra 1 % de moins que la CDC, bien que celle-ci passe de 40 à 37 %. Ainsi que le reconnaît le CMF, cet aménagement entre dans le deuxième cas de dérogation de l'article 5-5-5 du Règlement général : il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsque le seuil du tiers est franchi par une personne (la holding) qui déclare agir de concert avec un actionnaire qui détenait déjà entre le tiers et la moitié du capital ou des droits de vote (la CDC), à condition que celui-ci conserve une participation plus élevée (la CDC conserve 37 % et la holding ne recevra que 36 %) et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils (ce « ils » fait problème ; cf. ci-après) ne franchissent pas l'un des seuils de déclenchement d'une offre publique obligatoire, de sorte qu'il n'y a pas de modification significative de l'équilibre des participations respectives au sein du concert par rapport à la situation constatée lors de la déclaration initiale.

Cette décision du CMF est intéressante à plus d'un titre, car les dérogations de l'article 5-5-5 ont suscité diverses interrogations. En premier lieu, le CMF confirme implicitement ce que tous les commentateurs avaient noté, que les dérogations de l'article 5-5-5 ne sont pas de droit et dépendent d'une appréciation du Conseil. Il s'exprime en ces termes : « *Au vu de l'ensemble de ces éléments, le conseil a considéré...* ». En deuxième lieu, il donne une indication quant à la signification de ce « ils » de la fin du second cas de dérogation, qui est si imprécis et si difficile à interpréter. En effet, on avait pu se demander (25) si ce « ils » («... et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils ne franchissent pas l'un des seuils visés aux articles 5-5-2 et 5-5-4») renvoie seulement à ceux qui détiennent déjà entre le tiers et la moitié du capital ou des droits de vote de la société, ce qui serait alors peu cohérent avec l'hypothèse de franchissement du seuil du tiers (sauf à imaginer une détention antérieure du capital comprise entre le tiers et la moitié, à laquelle était attaché moins du tiers des droits de vote), s'il renvoie à l'ensemble des concertistes, anciens et nouveaux, ou s'il renvoie aux seuls nouveaux actionnaires qui, franchissant le seuil du tiers ou de 2 % par le fait qu'ils agissent de concert, ne devraient donc pas le franchir par eux-mêmes. La décision du CMF laisse comprendre que le Conseil ne retient pas la dernière interprétation puisque, dans l'espèce, la holding à constituer franchira doublement le seuil du tiers, par elle-même et par son entrée dans le concert. En troisième et dernier lieu, le CMF confirme que la notion de « participation plus élevée » s'entend mathématiquement, puisque, en l'espèce, une différence de 1 % suffit. La question demeure de savoir si la notion de « prédominance », qui figure dans le premier cas de dérogation de l'article 5-5-5, est différente et doit s'entendre d'une différence plus marquée, qui pourrait être non seulement d'ordre quantitatif mais également de nature qualitative (26). Enfin, cette décision illustre l'idée qui préside à la plupart des cas de dérogation aux offres publiques obligatoires : dès lors que l'équilibre général des participations n'est pas

modifié de manière significative, c'est-à-dire qu'il n'y a pas basculement du contrôle d'un actionnaire à un autre ou réduction importante de la participation d'un actionnaire au profit de certains autres, il n'y a pas de fondement logique à l'obligation de déposer une offre publique (27).

(25) Sur la difficulté d'interprétation de ce « ils », voir A. Couret et B. Solle, « La réforme des offres publiques obligatoires » : *JCP E.* 1999, p. 266 et 267, n° 23 et s.

(26) Voir T. Bonneau et L. Faugérolas, « Les offres publiques », *EFE*, 1999, n° 379, p. 226 ; A. Viandier, « OPA, OPE et autres offres publiques », *Lefebvre*, 1999, n° 1601, p. 278 et s.

(27) Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », *Litec*, 1998, n° 788, p. 673 et s.