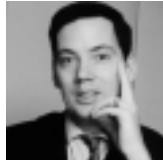


# Chronique financière et boursière



**Hubert de Vauplane**  
Direction des affaires juridiques  
Paribas



Avec la participation exceptionnelle  
de **Thierry Bonneau**  
Agrégé des facultés de droit  
Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris 2)

## Jurisprudence et décisions administratives

### **Offre Publique Transfrontières. Emission de strips-VVPR**

*Dexia France, décision CMF n° 199C1435 du 4 octobre 1999. Voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 56.*

L'opération d'Offre publique d'échange entre Dexia France et Dexia Belgium est l'occasion de se pencher une nouvelle fois sur les opérations d'Offres publiques transfrontières. Alors que ces dernières années ce type d'opération était pratiquement inexistant, l'on doit constater que la fin des années 90 marque un tournant, avec l'apparition de quelques grandes opérations en quelques mois. Après Aventis (résultat d'une offre entre Rhône Poulenc et Hoechst) et avant Altadis (résultat d'une offre entre Seita et Tabacalera), l'opération Dexia a donné lieu à la mise en place d'une procédure d'offre publique d'échange transfrontière. On a souvent, dans le passé, fait remarquer l'absence d'harmonisation entre les différentes réglementations européennes relatives aux offres publiques, et les difficultés d'aboutir à une XIII<sup>e</sup> Directive européenne en matière d'offres publiques. Malgré cette carence et les difficultés fiscales occasionnées par de telles opérations, handicaps jugés souvent comme rédhitoires, l'on ne peut que constater l'accroissement de ce type d'opération. Doit-on conclure de l'inutilité d'adoption de la XIII<sup>e</sup> Directive ? Certes non ! Il est évident que cette directive sera d'un grand secours et que son adoption et sa transposition restent indispensables afin, notamment, d'harmoniser les conditions de compétences entre les différentes autorités nationales en charge des procédures d'offres publiques.

L'offre Dexia est riche d'enseignements en ce domaine. Au cas présent, Dexia Belgium, société de droit belge, se proposait d'offrir de manière irrévocable aux actionnaires de Dexia France un échange de leurs actions contre des actions Dexia Belgium avec *strips-VVPR*. Chaque action nouvelle de Dexia Belgium remise en contrepartie des actions Dexia France apportées à l'offre était accompagnée de *strips-VVPR* («*verlaagde voorheffing/précompte réduit*»). Ces *strips-VVPR* sont des instruments financiers de droit belge qui donnent droit à leurs titulaires de bénéficier

d'un taux réduit de retenue à la source sur les dividendes payés par Dexia Belgium. Précisons que le précompte mobilier est la retenue à la source applicable à toute distribution de dividendes par une société belge. Ces *strips* sont détachables des actions Dexia Belgium et sont négociables séparément. En définitive, il s'agit d'un instrument financier fiscal. L'apparition de cet instrument suscite quelques réflexions. En premier lieu, la note d'information précise qu'il s'agit d'un instrument financier. Cette indication est importante dans la mesure où l'on pourrait douter d'une telle qualification en droit français. Il semble en effet difficile d'y voir un titre donnant directement ou indirectement accès au capital d'un émetteur au sens du 1<sup>er</sup> de l'article 1<sup>er</sup> de la loi MAF du 2 juillet 1996. De la même manière, il ne peut s'agir d'une part, ou d'une action d'OPCVM (3<sup>e</sup> de l'art. 1<sup>er</sup> de la loi MAF) ou d'un instrument financier à terme (4<sup>e</sup> de l'art. 1<sup>er</sup> de la loi MAF). Reste alors la notion de titre de créances au sens du 2<sup>e</sup> de l'article 1<sup>er</sup> de la loi MAF. La question consiste alors à savoir si le droit d'option contenu dans ce bon est représentatif d'un droit de créance et si ce droit de créance porte bien sur le patrimoine de son émetteur. Ici aussi la réponse ne semble guère évidente. Cette question est généralement étudiée lors de la qualification des bons du type BSA ou bons d'option. Dans ce schéma, il s'agit alors de qualifier le droit d'option attaché au bon. Celui-ci peut difficilement être considéré comme étant un droit réel dans la mesure où il ne confère par lui-même aucun pouvoir immédiat et direct sur le titre sous-jacent, objet du contrat envisagé, c'est-à-dire sur l'action promise à l'achat ou à la vente. En revanche, il est indéniable que le titulaire de ce droit, bénéficiaire selon les cas d'une option d'achat ou d'une option de vente consentie par l'émetteur du bon, dispose bien d'un droit personnel contre le promettant, c'est-à-dire l'émetteur de ce bon. Les études consacrées au sujet témoignent des difficultés à cerner la nature juridique d'un tel droit. Le problème est quelque peu différent dans le cadre des *strips*. Ici, le titre émis ne donne pas droit à option sur un titre sous-jacent, mais sur une créance fiscale. Pourtant, l'émetteur de ces *strips* est bien Dexia Belgium, et non l'Etat belge. Nous sommes donc dans la situation d'un émetteur qui émet un titre attaché à ses actions mais qui peut s'en détacher et qui donne droit à un taux réduit de retenue à la source sur les dividendes payés par l'émetteur. Il paraît dès lors difficile de le qualifier de titre de créance au sens de l'article 1<sup>er</sup>, 2<sup>e</sup> de la loi du 2 juillet 1996 puisqu'il ne représente aucun droit de créance sur la personne

morale qui les émet. En conséquence, la qualification d'instrument financier en droit français ne semble pas possible. Heureusement, le dernier alinéa de l'article 1<sup>er</sup> de la loi MAF précitée assimile aux instruments financiers tous les «instruments équivalents [...] émis sur le fondement de droits étrangers».