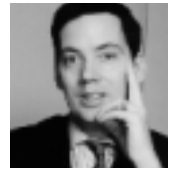


# Chronique *financière* et *boursière*



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



JEAN-JACQUES DAIGRE  
Professeur de droit, Paris I

## Rachat forcé d'actions. Société suisse (BRI). Titres cotés à Paris. Loi applicable

Ord. Pdt. TGI Paris du 22/02/01, BRI/Deminor.

Le rachat forcé de ses actions cotées à Paris par une société suisse est-il soumis au droit français et aux autorités françaises de régulation ? Voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 1 235 et suivants.

La Banque des règlements internationaux (BRI) est confrontée à une fronde de minoritaires, qui semblent vouloir faire juger par des tribunaux américains et français que l'expropriation dont ils ont été l'objet n'est pas conforme à l'équité. En France, cette affaire a donné lieu à une ordonnance du président du tribunal de grande instance de Paris du 22 février 2001. La difficulté est née de la mise en œuvre de la décision de l'assemblée générale extraordinaire du 8 janvier 2001 de cette société, de procéder au rachat des actions détenues par des actionnaires autres que des banques centrales, de procéder immédiatement à la radiation du nom de ces actionnaires dans les registres, ce qui leur a aussitôt fait perdre les prérogatives attachées aux titres, et de leur verser en contrepartie une indemnité. La BRI a donc décidé un rachat forcé. Pour en mesurer les implications, il faut rappeler que la BRI est une société installée en Suisse, constituée dans l'entre-deux guerre par un traité, principalement pour gérer la dette de guerre allemande. Ses activités ont largement évolué, elle est devenue un forum de coopération financière et monétaire, un centre de recherches et la «banque des banques centrales» (1). Les Banques centrales des Etats signataires étaient destinées à souscrire chacune une tranche de capital, mais certaines, n'ayant pas voulu acquérir la totalité des titres qui leur étaient réservés, les ont mis sur le marché. Il existe donc, depuis cette époque, des actionnaires privés, américains, belges et français. Il y aurait ainsi 5 500 actionnaires privés, à la tête de 13,5 % du capital, face à 49 banques centrales, détenant 86,2 % du capital et l'intégralité des droits de vote.

La décision a été prise en janvier d'en finir avec la

présence d'actionnaires privés et de refermer définitivement la BRI sur ses actionnaires effectifs, les banques centrales. Mais, cette décision a été prise par ces dernières seulement, les actionnaires privés n'ayant pas de droit de vote. Deux instances auraient été lancées aux Etats-Unis. En France, le Cabinet Deminor, spécialisé dans la défense des intérêts des actionnaires minoritaires, a été mandaté par plusieurs actionnaires belges et français pour agir. Ces minoritaires semblent se plaindre à la fois des conditions dans lesquelles la décision a été prise et exécutée et du montant de l'indemnité qui leur est proposée.

Pour l'heure, une action en référé a été lancée devant le tribunal de grande instance de Paris, en nomination d'un expert chargé d'apprécier les conditions dans lesquelles les titres ont été évalués, simple expertise-mesure d'instruction visant les conseils français de la BRI, une banque d'affaires et un cabinet d'audit. L'ordonnance a rejeté cette demande, pour des raisons tenant à la procédure du référé-expertise, que l'on ne commentera pas ici ; nous nous en tiendrons au problème de fond. La BRI est une société suisse, dont les titres, cotés sur les marchés de Zurich et de Paris, sont détenus par des investisseurs américains, belges et français. En leur imposant le rachat de leurs titres, la banque crée un de ces magnifiques problèmes de droit international privé. Essayons de raisonner, avec toute la prudence qu'impose l'incursion dans un domaine aussi aléatoire. Il nous semble que deux questions successives peuvent guider la réflexion.

Première question : la réglementation française relative aux offres publiques n'était-elle pas en cause ? Le premier réflexe est de tenter de résoudre cette question par la méthode des conflits de lois. Dans cette optique, soit l'on considère que l'ensemble de l'opération est soumis à la loi de la société ; c'est celui qui a été appliqué par la BRI, ce qui, dans cette hypothèse, priverait les minoritaires de tout recours ; soit l'on retient la loi du marché, et c'est alors le droit français qui s'appliquerait pour les titres cotés à Paris ; soit, encore, on opine en faveur de la loi nationale des actionnaires, ce qui pourrait être la position des juges américains qui ont tendance à favoriser l'extra-territorialité de leurs règles dans un souci de protection de leurs natio-

naux (2), mais ne serait certainement pas le choix de juges français, la nationalité n'étant pas un critère de rattachement jugé pertinent dans cette hypothèse.

Entre la loi de la société et la loi du marché, il est difficile de choisir, de bonnes raisons venant au soutien tant de l'une que de l'autre (3). En simplifiant, retenons, de manière générale, que la loi de la société a pour elle la simplicité (elle est facile à découvrir), l'unicité (une seule loi applicable, même si la société est cotée sur un autre marché ou sur plusieurs marchés) et l'égalité (tous les investisseurs seront soumis à la même loi, quel que soit le marché de cotation et leur nationalité), mais elle a contre elle son éventuel caractère artificiel (en particulier en cas de cotation sur un marché autre que celui du siège ou du lieu d'incorporation), qui pourrait être voulu (choix d'un siège ou d'un lieu d'incorporation dicté par la recherche du système le moins exigeant, donc le moins protecteur des investisseurs). En face, la loi du marché a pour elle sa cohérence avec la nature de l'opération en cause (une opération de marché), mais contre elle le risque de multiplication des réglementations applicables (en cas de multicotation), voire de manière artificielle (en cas, par exemple, de double cotation, l'une largement principale par le nombre de titres régulièrement échangés, l'autre très mineure au regard de ce critère).

La méthode des conflits de lois est-elle applicable, alors qu'il est traditionnel de considérer que le droit des offres publiques est ce que l'on appelle une loi de police, d'application territoriale directe (4) ? La conséquence en serait l'application obligatoire et de plein droit du régime français des offres publiques. Mais le CMF s'oppose à l'application mécanique de la loi française. Il estime, dans une approche conceptuelle, que la réglementation des offres publiques est très dépendante des règles de droit des sociétés et que c'est donc le champ d'application de celles-ci qui doit l'emporter. Il estime également, cette fois dans une perspective pragmatique, qu'il serait vain de vouloir appliquer une réglementation nationale à une société située sur un autre territoire (5). Il est vrai que la théorie des lois de police est d'une brutalité qu'on peut ne pas partager. La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières pourrait paraître opiner en faveur de la loi française, en donnant mission au CMF de fixer les règles relatives aux offres publiques «portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé» (art. 33 ; voir nouveau Code des marchés financiers). Cependant, le CMF n'a pas voulu se lier. Considérant que la loi ne délimitait pas précisément le champ des compétences des autorités françaises en matière d'offre publique, mais qu'il avait, avec la Cob, la mission de protéger les investisseurs, il a précisé, à l'article 5-1-1, alinéa 2, de son Règlement général, qu'il peut appliquer aux offres publiques visant les titres de sociétés de droit étranger négociés sur un marché réglementé français les règles relatives aux offres publiques qu'il a établies au titre V de son Règlement, à l'exception de plusieurs chapitres cependant. Il en résulte plusieurs indications. La première est que le Conseil ne se sent pas tenu d'appliquer systématiquement sa réglementation ; la deuxième est qu'il se réserve néanmoins le droit de l'imposer, mais sans préciser dans quel cas ; la troisième est qu'en tout état de cause, il ne croit pas pouvoir appliquer à une société étrangère le régime de la garantie de cours, de l'offre publique obligatoire et du retrait obli-

gatoire, ce qui est pour le moins curieux car là sont les hypothèses les plus lourdes de conséquences pour les minoritaires et les règles les plus utiles à leur protection.

Le Règlement n° 89-03 de la Cob, qui gouverne principalement les règles d'information et de publicité en cas d'offre publique, paraît, quant à lui, s'appliquer de plein droit à toutes les offres publiques réalisées sur le marché français, sans que ce soit très clair ni que cela engage la Cob expressément (6).

Une décision de la cour d'appel de Paris, rendue en 1998 dans l'affaire Sediver (7), a semblé prendre partie dans ce débat. Elle a décidé que «les dispositions d'ordre public économique de la loi du 2 juillet 1996 et le Règlement général du Conseil des marchés financiers s'imposent à tout opérateur qui intervient sur un marché réglementé français», ce qui paraît nettement pencher en faveur de la loi du marché comme loi de police. Mais, en vérité, cette affirmation ne peut être prise à la lettre, dans la mesure où l'arrêt prend soin de constater aussitôt «qu'en l'espèce, il est constant que la société Sediver, dont la société Teknecomp prit indirectement le contrôle, est une société de droit français dont les titres sont inscrits à la cote du second marché de la Bourse de Paris», ce qui laisse à penser que ce qui a déterminé l'application de la loi française dans l'esprit de la cour, c'est la conjugaison du critère du siège de la société et de celui du marché de cotation, de sorte qu'il ne peut être tiré aucun véritable enseignement de cet arrêt (8).

Le projet de 13<sup>e</sup> Directive, quant à lui, essaie de régler ce difficile problème par une application distributive de la loi du siège de la société dont les titres sont visés et de la loi du marché de cotation de ceux-ci. Bien que la répartition qui en résulte ne soit ni complète ni limitative, plusieurs solutions utiles en proviennent. Relèvent de la loi et de l'autorité de l'Etat du siège, la définition du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire, la mise en œuvre de la procédure, la détermination des cas de dérogation, les mesures défensives et l'information des salariés ; relèvent, à l'inverse, de la loi et de l'autorité de l'Etat du marché, les questions relatives au déroulement de l'offre, à l'information du public, au contenu du document d'offre et, ce qui est essentiel dans l'affaire de la BRI, au caractère équitable du prix.

La solution ainsi proposée, qui consiste à retenir une application distributive de la loi de la société et de la loi du marché en fonction de la question en cause, est probablement la seule viable. Elle rejoint celle retenue par un auteur, de l'effet atténué de la réglementation de l'autorité du lieu de cotation (9). Il s'agit d'une solution de coordination. Elle consiste à distinguer, dans les lois de police, celles qui seraient de nature administrative, ce qui serait le cas des règles qui assurent la transparence du marché, qui seraient d'application territoriale et directe, et celles qui seraient de nature purement protectrice, ce qui serait le cas de celles relatives aux offres publiques obligatoires, qui pourraient laisser place à la loi de la société si elle était suffisamment protectrice des actionnaires.

S'agit-il d'une opération de marché, c'est-à-dire d'une offre publique ? Si l'on s'en tient à la décision prise par la BRI, il s'agit d'un rachat d'actions, non d'une offre publique lancée par un investisseur. Il s'agit donc, de prime abord, d'une opération sociétaire, qui est régie par la loi de la société. Et même si ce rachat s'adresse à des

titres cotés, tout au plus s'agit-il alors d'une offre publique de rachat, qui reste fondamentalement une opération sociétaire. Cependant, il faut avoir égard au fait, essentiel, qu'il s'agit d'un rachat forcé, qui emporte exclusion et expropriation des actionnaires privés de la BRI. Transitant par le marché, cette opération imposée aux minoritaires ne correspond certes directement à aucun cas d'offre publique du droit français, du moins si on les prend à la lettre. Néanmoins, dans l'esprit, il s'agit d'une procédure équivalente à celle d'un retrait obligatoire. Par conséquent, sans envisager d'appliquer la procédure et les règles de détail qui lui sont consacrées par le Règlement général du CMF, il pourrait être considéré que les actionnaires minoritaires de la BRI, détenteurs de titres cotés sur le marché français, devraient bénéficier d'une protection équivalente à celle mise en place par cette procédure, en particulier quant au contrôle du caractère juste et équitable du prix. Le fait que des titres cotés sur un marché soient l'objet du rachat en fait également, nous semble-t-il, une opération de marché, qui met donc également en cause la loi du marché.

Au résultat, la réponse à la première question demeure incertaine. Si l'on croit que le caractère de loi de police du régime des offres publiques, en particulier des offres publiques obligatoires au sens large, est indiscutable, il faut considérer que la décision de la BRI aurait dû, en France, emprunter la voie d'une procédure comparable à celle d'un retrait obligatoire, du moins en respecter l'esprit et les principes fondamentaux, au premier chef le principe de l'intervention d'un expert indépendant. Mais, à l'évidence, une telle position reviendrait à nier l'application du droit de la société, alors que c'est en vertu de celui-ci que la BRI a pu décider, par une assemblée générale extraordinaire, de procéder au rachat forcé immédiat des titres détenus par ses actionnaires privés. Aussi, pourrait-on également considérer qu'il ne s'agit pas d'une véritable offre publique et que, par conséquent, elle n'emporte pas application du droit boursier français. Avouons que la solution est difficile à trouver, mais qu'il est tout de même choquant que des investisseurs sur le marché français n'aient bénéficié d'aucune garantie fondamentale équivalente à celles mises en place par la loi boursière française. Dans l'affaire de la BRI, l'absence d'intervention d'un expert indépendant dans le processus de rachat forcé des titres pourrait être considérée comme un manquement aux règles fondamentales de protection des minoritaires et pourrait justifier d'écarter définitivement la loi de la société au profit de la loi du marché, en l'occurrence la loi française sur les offres publiques. Il resterait alors à régler la difficulté née de l'article 5-5-1 du Règlement général du CMF, qui écarte expressément l'application du régime du retrait obligatoire. Mais, outre que l'on pourrait contester le pouvoir du CMF d'écarter par avance l'application de cette réglementation, on pourrait estimer qu'il n'en reste pas moins compétent pour intervenir en assimilant le rachat à une offre publique ordinaire, ce qui lui permettrait de donner son avis quant au prix proposé.

Si l'on admet malgré tout que la réponse à la première question est négative et que le droit français des offres publiques n'a pas vocation à régir une telle opération, une seconde question pourrait se poser. En prétendant reprendre les titres détenus par les actionnaires privés à un prix déterminé par elle, la BRI ne procède-t-elle

pas à la fois à une exclusion et à une expropriation ? S'agissant du premier aspect, l'exclusion, celui-ci ressortit exclusivement au droit des sociétés. Si le droit français s'y oppose en dehors d'une prévision légale ou statutaire (10), il semble que le droit applicable à la BRI l'admette, cela d'autant plus que cette société obéit pour l'essentiel à une réglementation conventionnelle qui lui est propre. S'agissant du second aspect, l'expropriation, la difficulté pourrait être plus grande. Là encore, de prime abord, on pourrait être tenté d'appliquer le droit de la BRI au titre de la loi de l'expropriante. Mais, il faut aussitôt remarquer qu'il s'agit d'une mesure portant atteinte à un droit fondamental, le droit de propriété, ce qui ne peut se faire de manière contraire à l'ordre public français (à effet international), qui implique une juste et préalable indemnité (11). Par conséquent, c'est au regard de la loi française que devrait être apprécié le caractère équitable de l'indemnité proposée par la BRI aux actionnaires français.

Reste alors à régler le problème de la compétence d'attribution. Il semble que les statuts de la BRI comportent une clause d'arbitrage devant un tribunal arbitral de La Haye. Mais c'est une autre question, que l'on ne peut aborder ici.

(6) Voir *Les Echos* et *La Tribune* du 9 janvier 2001.

(7) X. Boucobza, "L'offre publique transfrontalières", *Mélanges AEDBF-France 1997, Banque Editeur*, p. 53 et s.

(8) Pour une analyse approfondie, voir X. Boucobza, "L'acquisition internationale de société", *Bib. de droit privé*, tome 301, *LGDJ*, 1998, p. 258 et s., n° 488 et s. ; du même auteur, "L'offre publique transfrontières", *Mélanges AEDBF-France 1997, Banque Editeur*, p. 53 et s. ; également : "La loi applicable à l'offre publique d'acquisition", *Bull. Joly Bourse*, janvier-février 1999, n° 1, p. 3 et s. F. Peltier, "Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse", *RD bancaire et financier* n° 1, janvier-février 2000, p. 40 et s. W.H. Smith, "Le champ d'application territorial de la réglementation des offres publiques -", *Bull. CMF* n° 4, décembre 1997/janvier 1998, p. 25 et s., n° 5, février 1998, p. 13 et s., n° 6, mars 1998, p. 22 et s., n° 7, avril 1998, p. 4 et s. J. Stoufflet, "Bourses et opérations de bourse", *JurisClasseur Sociétés Traité et JurisClasseur Banque et crédit*, fasc. 1740. Tennenbaum, "L'application internationale du droit boursier", thèse, Université Paris 1, décembre 2000. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, "Droit des marchés financiers", *Litec*, 1998, p. 1047 et s., n° 1235 et s.

(9) Voir les auteurs cités ci-dessus. Adde : H. Synvet, "Libres propos d'internationaliste sur les obligations d'intermédiation et de concentration", *Mélanges Vasseur, Banque Editeur* 2000, p. 129 et s.

(10) W.H. Smith, art. précité, *Bull. CMF* n° 5, février 1998, p. 16 et s.

(11) F. Bucher et N. Rontchevsky, "OPA-OPE, offre volontaire et offre obligatoire", in *Dictio. Joly Bourse*, n° 26 et s., p. 9 et s.

(12) CA Paris, 13 janvier 1998, *Rev. Sociétés*, 1998, p. 572, note P. Le Cannu, *D. Affaires* 1998, p. 704, note M.B.

(13) F. Bucher et N. Rontchevsky, art. précité, n° 28, p. 10.

(14) A. Tennenbaum, "L'application internationale du droit boursier", thèse, *Université Paris 1*, décembre 2000, n° 445 et s., p. 490 et s.

(15) J.-J. Daigre, "La perte de la qualité d'actionnaire", *Rev. Sociétés* 1999/3, p. 535 et s.

(16) P. Mayer, "Droit international privé", *Montchrestien*, n° 657.