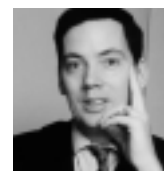


# Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT  
DE VAUPLANE

Direction  
des affaires juridiques  
BNP-Paribas  
Vice-président AEDBF

## Franchissements de seuils - Champ d'application *rationae materiae et loci*

CMF décision n° 200C0840, *Completel Europe N.V.*, 2 juin 2000 ;  
CMF décision n° 200C0866, *Neopost*, 6 juin 2000 ; CMF, décision  
n° 200C0815, *Laboratoire Pharmygiène Medipole* du 30 mai 2000 ;  
CMF, décision n° 200C0726, *La Rochette*, du 16 mai 2000 ;  
CMF, décision n° 200C0758, *Smoby* du 19 mai 2000 ; CMF, décision  
n° 200C0759, *AB Soft* du 19 mai 2000 ; CMF, décision n° 200C00944,  
*Nord Est*, 20 juin 2000 ; CMF, décision n° 200C0891, *CCF*, 9 juin  
2000 ; CMF, décision n° 200C0919, *Alcatel*, 15 juin 2000 ;  
CMF décision n° 200C0981, *Groupe Gascogne*, 23 juin 2000 ;  
CMF, décision n° 200C0752, *Studiocanal* du 19 mai 2000.

### • Franchissements de seuils des sociétés de gestion.

Une filiale luxembourgeoise d'une banque française a déclaré «avoir acquis indirectement pour son propre compte dans le cadre de ses activités de prestataire de services d'investissement et sans concert avec les autres sociétés» de son groupe, et notamment de sa maison mère, un certain nombre d'actions d'une société cotée (CMF décision n° 200C0866, *Neopost*, 6 juin 2000). Dans un autre cas, une société (*Kleinwort Benson*) agissant comme *trustee* d'un fonds d'investissement effectue une déclaration de franchissement de seuil (CMF, décision n° 200C0815, *Laboratoire Pharmygiène Medipole* du 30 mai 2000). Ces déclarations permettent de s'interroger une nouvelle fois <sup>(5)</sup> sur les obligations des sociétés de gestion (individuelle ou collective) en matière de déclaration de franchissement de seuil. On sait qu'en ce qui concerne les filiales de gestion des prestataires de services d'investissement, la Cob a précisé dans une lettre adressée à l'AFG-ASFFI le régime applicable à ces déclarations. Ainsi, les sociétés de gestion sont tenues d'effectuer, pour l'ensemble des fonds communs qu'elles gèrent, les déclarations prévues à l'article 356-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 ainsi que celles prévues en période d'offre publique par le règlement n° 89-03 <sup>(6)</sup> (cf. par exemple, CMF, décision n° 200C0726, *La Rochette*, du 16 mai 2000). Concernant les actifs sous mandats et les Sicav, la Cob a indiqué – toujours dans le même document – que les déclarations doivent être faites par les mandants ou en leur nom par la société de gestion, en tenant compte, le cas échéant, de l'existence de concerts (pour une déclaration effectuée par une société de gestion pour le compte d'une Sicav : CMF, décision n° 200C07, *Smoby* du 19 mai

2000 ; pour une société de gestion agissant pour le compte de clients sous gestion : CMF, décision n° 200C0759, *AB Soft* du 19 mai 2000). La Commission recommande aussi qu'en cas de mouvements sur des titres concernés par une offre, les sociétés de gestion restituent aussi vite que possible aux clients cette information afin de leur permettre d'effectuer les déclarations réglementaires. Par contre, compte tenu des règles d'exercice des droits de vote inhérentes aux fonds communs de placement d'entreprises, les déclarations peuvent être effectuées fonds par fonds, et non de manière consolidée (par exemple, décision CMF n° 200C0981, *Groupe Gascogne*, 23 juin 2000). Dans quelle mesure les indications fournies par la Cob sont-elles pertinentes ? En pratique, les dispositions contenues dans le courrier à l'AFG-ASFFI conduisent à mettre en place un régime spécifique et dérogoire au droit commun des franchissements de seuil pour les sociétés de gestion, notamment lorsque celles-ci sont des filiales appartenant à un groupe de sociétés (cas fréquent dans les groupes bancaires). En effet, tant l'article 356-1-1 que l'article 356-1-2 de la loi de 1966 ne prévoient pas de dérogations particulières pour les sociétés de gestion. Or, pour justifier sa position, la Commission retient deux arguments. Le premier fait référence à la notion de concert : après avoir rappelé que «d'une manière générale, une filiale est réputée agir de concert avec sa société mère pour sa part», la commission indique que les opérations effectuées pour compte propre par une société de gestion appartenant à un groupe doivent être agrégées avec celles des autres sociétés du groupe. Le fondement de cette obligation nous semble discutable : ce n'est pas sur la base de l'action de concert (art. 356-1-2 3° L. 1966) mais sur la notion de contrôle (art. 356-1-2 2° L. 1966) que doivent être agrégées les détentions de titres par les sociétés de gestion. L'on notera aussi que la présomption d'assimilation prévue à l'article 356-1-2 (quel que soit le cas, contrôle ou concert) est irréfragable <sup>(7)</sup>. En conséquence, le second argument retenu par la Cob paraît tout aussi fragile : selon la Commission, c'est «l'exigence d'autonomie des sociétés de gestion posée par l'article 64-II de la loi MAF» qui permettrait aux opérations effectuées pour le compte de tiers d'échapper à cette globalisation au motif qu'une filiale société de gestion n'agit pas de concert avec sa société mère. S'il semble légitime de vouloir traiter de façon spécifique les franchise-

ments de seuils dans le cadre de la gestion collective, il n'est pas sûr qu'une simple lettre puisse servir de cadre juridique suffisant, sauf à considérer que les impératifs boursiers justifient d'une normativité spécifique (8).

• **Activités d'arbitrage, de prêts de titres et de trading.** Doit-on déclarer des franchissements de seuils temporaires, notamment lorsque ceux-ci s'inscrivent dans le cadre d'opérations de marché ? Le cas des activités de *trading* est à cet égard particulièrement instructif dans la mesure où les investissements effectués sont, par définition, temporaires. On a déjà signalé que ce caractère temporaire n'était pas suffisant, aux termes de la réglementation actuelle, à s'exonérer des obligations résultant des divers textes relatifs aux franchissements de seuils (9). Cependant, l'on note une certaine dispersion, voire confusion, des pratiques quant à l'application de cette réglementation, certains n'hésitant pas à effectuer systématiquement des déclarations de franchissement, d'autres s'abstenant. Par définition, seules peuvent être révélés les premiers cas, mais l'expérience montre que ceux-ci ne constituent pas la règle : activités d'«arbitrage» (CMF, décision n° 200C0891, CCF, 9 juin 2000), de *trading* (CMF, décision n° 200C0919, Alcatel, 15 juin 2000 ; CMF, décision n° 200C0920, Peugeot, 15 juin 2000), ou à l'occasion d'un contrat de prêt de titres (CMF, décision n° 200C00944, Nord Est, 20 juin 2000). On peut cependant s'interroger sur la pertinence d'une telle rigueur dans l'application de cette procédure qui, compte tenu de la nature économique propre aux activités de *trading* et assimilées, ne présente pas un grand intérêt en termes d'information du marché sur l'évolution de l'actionnariat, objectif premier de l'article 356-1 de la loi de 1966. On notera que dans le passé, s'agissant de titres acquis par un établissement placeur en suite du jeu d'une garantie de bonne fin, il a été considéré que ces titres ne devaient pas être retenus pour le calcul des franchissements de seuils, et ce, en opérant une distinction entre les actions détenues en propre par le prestataire et celles détenues dans le cadre de l'opération de placement (Avis SBF n° 92-2317 Ciments Français du 25 août 1992). Plus récemment, un prestataire de services d'investissement a au contraire procédé à une telle déclaration alors qu'il agissait dans le cadre de son activité de placement et de garantie. Plus précisément, Merrill Lynch International (MLI) a acquis l'ensemble des bons de souscription d'actions de STUDIOCANAL attribués gratuitement à Canal+ et destinés à être exercés dans le cadre d'une augmentation de capital et s'est engagé en qualité de chef de file d'un syndicat de placement à en exercer l'intégralité en vue du reclassement des actions résultant de cet exercice auprès d'investisseurs (CMF, décision n° 200C0752 Studiocanal du 19 mai 2000). En outre, dans le cadre de cette opération et afin de permettre des sur-allocations, le conseil de STUDIOCANAL – sur délégation de l'assemblée – a décidé l'émission de bons de souscription réservée à MLI. Dans l'optique du reclassement, MLI a acquis par l'intermédiaire de deux contrats de prêts de titres auprès de Canal+ des actions STUDIOCANAL afin d'une part, que soient allouées aux investisseurs, dans le cadre du placement, des actions existantes cotées sur une même ligne que les actions anciennes, et d'autre part de satisfaire à ces engagements dans le cadre de l'option de sur-allocation. Tirant jusqu'au

bout la logique de sa déclaration, et dans la mesure où les opérations précitées conduisaient au franchissement du seuil de 10 %, MLI a effectué une déclaration d'intention aux termes de laquelle il indiquait sa volonté de ne pas rester actionnaire, ces opérations «résultant des modalités propres à l'augmentation de capital et au placement» des titres. Une lecture assidue des communiqués du CMF révèle qu'une telle déclaration est relativement rare, voire même exceptionnelle. Compte tenu des difficultés apparentes soulevées pour les activités de *trading*, la Cob a initié cet été une consultation de place pour examiner dans quelle mesure il serait possible d'assouplir cette réglementation pour ces activités. Cette réflexion s'appuie sur les textes communautaires dans la mesure où la directive n° 88/627/CEE du 12 décembre 1988 relative aux franchissements de seuils réserve un sort particulier aux opérations réalisées par un opérateur sur titres professionnel. En effet, l'article 9 de cette directive dispose que «les autorités compétentes peuvent accorder une dispense de la déclaration prévue à l'article 4 § 1 pour l'acquisition ou la cession d'une participation importante [...] par un opérateur sur titres professionnel, pour autant que cette opération ou cette cession soit faite en sa qualité d'opérateur sur titres professionnel et que l'opérateur n'utilise pas cette acquisition pour s'immiscer dans la gestion de la société en question». Il semble difficile en première analyse de pouvoir invoquer une application directe de cette disposition par les prestataires de services d'investissement puisqu'il ne s'agit que d'une faculté reconnue aux Etats membres par la directive et qu'en droit communautaire seule une obligation imposée peut, sous certaines conditions, être considérée comme d'application directe. En conséquence, seules «les autorités compétentes» d'un Etat membre pourraient mettre en place cette dispense de dérogation. La question est alors de savoir si le CMF, voire la Cob, en leur qualité d'autorités destinataires de ces déclarations, peuvent dans leur propre règlement opérer cette exemption, sans procéder à une modification de l'article 356-1 de la loi de 1966. La réponse n'est pas certaine dans la mesure où, là encore, cela consisterait à reconnaître une application directe de la directive au-delà de la loi de transposition.

(5) Cf. la présente chronique *Banque & droit* n° 66 juillet-août 1999.

(6) *Bull. Cob* n° 334, avr. 1999, p. 23.

(7) *C.J ANSA* du 1<sup>er</sup> avril 1998.

(8) Pour un examen complet de cette question, cf. P. Aidan, *Les sources du droit des marchés financiers*, Thèse Nantes, 2000, spec. n° 122 et suiv.

(9) Cf. par exemple, *CMF*, décision 199C1201 SEITA du 27 août 1999 : *Banque & droit* n° 67 sept.-oct. 1999, p. 40 ; H. de Vauplane et J.-P. Borner, *Droit des marchés financiers, Litec*, 1998, n° 774.