



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. Violation de l'obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé (oui). Mise en séquestre des titres (oui). Accord entre la Cob et l'acheteur quant à l'utilisation de ces titres (oui)

Ord. Pdt. TGI Paris du 3 août 1999, Cob/CGU. Ord. Pdt. TGI Paris du 31 août 1999, Cob/CGU. Voir aussi «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 156, 798 et 1241.

L'acquisition hors bourse entre deux investisseurs étrangers d'un bloc d'actions d'une société dont les titres, cotés sur un marché réglementé en France, font l'objet d'une offre publique d'échange autorise la Cob, au titre de l'article 12-2 de l'ordonnance de 1967, à demander au président du TGI qu'il soit mis fin à cette situation et, en attendant la décision de fond, à déposer les titres chez un tiers séquestre, au titre de l'article 8-1 de la même ordonnance. Devant l'accord trouvé entre la Cob et l'actionnaire incriminé pour mettre fin à cette situation, le président du TGI peut homologuer cet accord.

On se souvient que lors de la bataille boursière entre la Société générale et la BNP, un investisseur étranger – la compagnie d'assurance britannique CGU –, que la presse a présenté comme un «chevalier blanc» de la Société générale, a acquis en une seule séance de bourse un bloc important de titres de cette dernière en période d'offre à un cours supérieur aux cours cotés du jour sur les marchés réglementés. Le président de la Cob a alors saisi le président du tribunal de grande instance de Paris d'une demande fondée d'une part, sur l'article 12-2 de l'ordonnance du 23 septembre 1967 tendant à ordonner à CGU de se conformer aux dispositions de l'article 5-1-11 du règlement général du CMF, annuler les achats réalisés et ordonner en conséquence la restitution des titres acquis aux cédants, d'autre part sur le fondement de l'article 8-1 de l'ordonnance, de prononcer le séquestre des titres litigieux. Dans sa décision du 3 août 1999, le président du TGI de Paris a, dans l'attente de la décision judiciaire définitive, ordonné la mise sous séquestre des titres en cause

auprès de la Sicovam. Dans une décision curieuse et intéressante, le même président a homologué un protocole conclu entre la Cob et CGU aux termes duquel cette dernière accepte la mise sous séquestre des titres litigieux pendant les trois mois qui suivent l'ordonnance d'homologation du président du TGI, période au-delà de laquelle les titres seront libres et les droits de vote disponibles. Par dérogation à ce principe, CGU pouvait, avant l'expiration de ce délai, procéder à des ventes à condition que celles-ci aient lieu sur un marché réglementé et que les acheteurs ne soient pas sous le contrôle ou n'agissent pas au nom de CGU. Enfin, et conformément à la demande des parties, le président du TGI a pris acte du désistement d'instance et d'action de la Cob.

Cette ordonnance soulève plusieurs interrogations :

- La première a trait à la personne qui initie l'instance. Il est paradoxal de voir la Cob demander le respect d'une disposition du règlement général du CMF et non le CMF lui-même. Cette particularité tient au fait que le CMF ne dispose pas comme la Cob du pouvoir de demander en justice qu'il soit «ordonné à la personne qui est responsable [d'une pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires de nature à porter atteinte aux droits des épargnants] de se conformer à ces dispositions, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets» (article 12-2). Ce pouvoir a déjà été utilisé à plusieurs reprises par la Commission, notamment lors de la saga Hubert Industrie aux fins d'imposer l'ouverture d'une garantie de cours (4) ou d'allouer des intérêts moratoires afin de placer les actionnaires minoritaires dans la même situation que les vendeurs d'un bloc majoritaire (5). Le CMF ne peut pas non plus demander au président du TGI de prononcer la mise sous séquestre d'instruments financiers appartenant à des personnes mises en cause par la Cob. Ce pouvoir de mise sous séquestre n'avait pas été mis en œuvre, à notre connaissance, jusqu'à la présente décision. Il serait sans doute souhaitable de combler cette carence des pouvoirs du CMF lors d'une prochaine loi financière. Toujours concernant l'objet de la requête, il est intéressant de constater que le grief portait sur la violation de l'article 5-1-11 du règlement général du CMF et non sur l'article 45 de la loi MAF n° 96-597 du 2 juillet 1996. Si l'un comme l'autre ont des objectifs proches, leur champ d'application n'est pas le même. L'article 5-1-11 énonce qu'«à dater du début de la période d'offre et jusqu'à la clôture de l'offre, l'ensemble des ordres portant sur les titres visés par l'offre sont exécutés sur le ou les marchés réglementés sur le(s)quel(s) les titres sont admis sans que les investis-

seurs puissent faire usage de la procédure prévue à l'article 4-1-32 [c'est-à-dire aux exceptions à la concentration des ordres]. Il est dérogé à cette obligation lorsque la transaction, incluse dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constitue un élément nécessaire» ; l'article 45 de la loi MAF, pour sa part, pose un principe général de concentration des ordres portant sur des instruments financiers sur un marché réglementé pour les investisseurs résidant en France, avec toutefois deux exceptions possibles, l'une tenant au volume de l'opération et au statut de l'investisseur (les conditions en étant fixées par le règlement général du CMF) et l'autre à sa nature (convention complexe). Dans les deux cas, il s'agit d'imposer un prix unique aux opérations au nom de l'égalité de traitement et de la transparence du marché. Cependant, si l'article 45 de la loi MAF a une portée générale, tel n'est pas le cas de l'article 5-1-11 du règlement général du CMF qui ne concerne que le seul cas des opérations effectuées en période d'offre publique : au-delà de la date de clôture, l'exigence posée par cette disposition disparaît. Le champ d'application de l'article 5-1-11 est donc à la fois plus large et plus restreint que celui de l'article 45. Plus large en ce qu'il concerne tout investisseur, et non les seuls investisseurs résidents ; plus restreint dans la mesure où il ne vise que les seuls cas d'offre publique. Le respect de l'obligation de concentration par CGU avait ainsi pour fondement l'article 5-1-11 et non l'article 45 de la loi boursière, même si la première disposition fait indirectement référence à la seconde (6).

Nous avons déjà émis des réserves sur la compatibilité de l'article 5-1-11 avec l'article 45 de la loi MAF (7). Pour résumer, il nous paraissait difficile de restreindre dans un règlement ce que la loi avait permis : dès lors que les conditions posées à l'article 45 de la loi MAF sont remplies pour bénéficier d'une des deux exceptions, l'on ne voit pas sur quel fondement il serait interdit de procéder à des cessions ou négociations de blocs de titres en dehors d'un marché réglementé, et donc à un prix totalement déconnecté de celui du marché central.

- Sur le fond, il aurait été intéressant de connaître la position de la justice sur l'application dans l'espace de cette disposition du règlement général du CMF. Dans la présente affaire, ce qui semble avoir « irrité » la Cob, ce n'est point tant la réalisation d'opérations hors marché que la conclusion de ces opérations à un prix totalement déconnecté de celui du marché central, rompant ainsi avec l'égalité des actionnaires. Or, ce principe d'égalité constitue l'un des préceptes clés des procédures d'offres publiques au point qu'il figure dans le premier alinéa de l'article 33 de la loi MAF, un peu comme une devise en haut d'un frontispice. La difficulté consiste dans le champ d'application donné à cet article. Dans la mesure où il fixe des règles dérogatoires au droit commun, doit-on y voir une traduction de la *lex societatis* ou de la loi de la bourse ? Son domaine d'application serait alors plus restreint dans le premier cas que dans le second. L'ambiguïté de l'action judiciaire de la Cob se situe, à notre sens, dans le choix de la base légale retenue par la Cob. Il est vrai, comme on l'a vu, que celle-ci n'avait pas d'autres possibilités. En effet, une action fondée sur l'article 45 de la loi du 2 juillet 1996 n'aurait sans doute pas plus abouti, en dehors même du fait qu'il n'est pas évident que la Commission eut été déclarée recevable à défendre un principe qui relève plutôt de l'organisation du marché, et donc du CMF. Le problème ici tient au fait que seul l'article 45 fixe les conditions dans lesquelles il peut être dérogé au

principe de centralisation des ordres sur un marché réglementé, et qu'en l'espèce, comme on l'a signalé, il n'est pas évident que ces dérogations aient été violées. En effet, on sait que l'article 45 ne vise que les seuls investisseurs résidant habituellement ou établis en France. En conséquence, et conformément à l'ancienne jurisprudence relative au monopole des agents de change (8), une opération entre deux investisseurs non résidents ne rentre pas dans le champ d'application de cette disposition. Tel était bien le cas ici où CGU avait acquis auprès d'investisseurs non résidents un bloc de titres de la Société générale. De plus, cette opération avait été conclue en dehors du territoire de la République. Il n'existait donc aucun critère de rattachement au droit français, sauf à retenir la nationalité de l'émetteur des titres en cause. La question, au regard de l'article 45 de la loi MAF, aurait été plus intéressante si l'une des parties à l'opération avait été un résident et l'autre un non résident. Suffit-il dans ce cas que l'un des investisseurs ne réponde pas à l'exigence posée par l'article 45 pour échapper à l'obligation qu'il prescrit ? Nous ne le pensons pas : au contraire, il suffit que l'acheteur ou le vendeur ait la qualité de résident pour faire jouer l'attraction de l'article 45. Il convient d'apporter cependant un bémol à cette réponse : l'obligation de concentration ne s'applique pas lorsque l'une des parties est non résidente et l'autre, bien que résidente, agit, en sa qualité de prestataire de services d'investissement, au titre d'une opération pour compte propre. Pour sa part, l'article 5-1-11 est d'application plus large dans la mesure où il concerne tous les investisseurs, et pas uniquement les résidents. Il s'agissait donc pour les juges de déterminer si une disposition réglementaire pouvait avoir une portée extraterritoriale. Pour ce faire, ladite disposition devrait être qualifiée de « loi de police ». En l'espèce, il aurait été difficile de qualifier comme tel l'article 5-1-11 alors qu'une disposition législative tendant aux mêmes effets ne visait pas les investisseurs non résidents. Sans essayer de jouer à Madame Irma, il n'est pas impossible de penser que c'est en établissant le constat que son action avait peu de chance d'être confirmée par les juges du fond que la Commission a préféré transiger et conclure le protocole que l'on connaît avec CGU.

- Sur la forme, on peut être surpris de l'accord ainsi passé entre la Commission et un investisseur auquel il est reproché d'avoir violé la réglementation des marchés. Ce protocole ressemble fort à ceux que passe la SEC avec des membres du marché ou des investisseurs soumis à son contrôle. Or, l'on s'interroge sur le fondement législatif qui permet à la Commission de procéder à une telle transaction. On sait qu'en France il n'est pas possible de recourir à une transaction de nature pénale, sauf autorisation législative expresse (article 6 du Code de procédure pénale ; par exemple, article 350 du Code des Douanes). Par contre, aux Etats-Unis d'Amérique (du fait de la différence de conception des procédures pénales de part et d'autre de l'Atlantique, plutôt inquisitoire de ce côté-ci, et accusatoire de l'autre côté), il est possible de procéder à une transaction pénale (« *consent decree* ») (9) par laquelle la personne suspectée accepte de plaider coupable à certaines violations en échange notamment de l'abandon total ou partiel des chefs de mises en examen, voire aussi l'abandon des procédures civiles et administratives. Certes, au cas présent il ne s'agissait pas d'une violation pénale. Toutefois, par ses actions et l'utilisation de ses pouvoirs, la Commission cherchait à faire respecter une disposition réglementaire qu'un investisseur

aurait, selon elle, violée. Ce manquement à une règle de marché aurait pu, le cas échéant, conduire à la mise en œuvre de l'ouverture d'une procédure de sanction administrative, qui est assimilée, comme on le sait, à une sanction pénale au regard du respect des principes des droits de la défense. Mais rien n'est moins sûr. La voie choisie par la Cob s'explique peut-être du fait que celle-ci, contrairement à la SEC, ne dispose pas du pouvoir d'agir devant les tribunaux pour demander la sanction ou la réparation d'une violation de la loi ou d'une réglementation boursière. Seuls les investisseurs eux-mêmes peuvent le faire, en invoquant d'ailleurs le cas échéant l'autorité de la chose jugée lorsqu'une injonction a été rendue à la demande de la Cob par le président du TGI de Paris. Dès lors, la seule solution retenue était celle choisie par la Commission. Mais pourquoi avoir procédé à une transaction ? La réponse est sans doute à trouver dans le protocole lui-même. L'abandon d'instance par la Cob «en contrepartie» du gel des droits de vote pendant, en pratique, la durée des offres, est à cet égard significatif de l'objectif recherché par les parties : pour la Commission, le plus important était d'éviter l'utilisation des droits de vote en pleine bataille boursière, ce qui aurait pu favoriser la Société générale. En conséquence, dès lors que ceux-ci étaient, d'une manière ou d'une autre, bloqués, son objectif était rempli. Rien ne justifiait la poursuite des actions en cours, d'où la «transaction». Pourtant, et compte tenu de son manque de base légale, celle-ci ne saurait avoir les mêmes effets qu'aux Etats-Unis. Reste à savoir maintenant s'il s'agit-là d'une technique nouvelle destinée à être réutilisée dans l'avenir, où si celle-ci n'était motivée que par les seules circonstances de l'espèce. Nous pensons, pour notre part, qu'il s'agit d'un cas d'espèce qui s'explique sans doute, comme mentionné plus haut, par la faiblesse des arguments avancés par la Cob pour justifier de l'application de l'article 5-1-11.

En conclusion, si les pouvoirs publics souhaitent voir respecter le principe de centralisation des ordres sur un marché réglementé pendant une offre publique, il conviendrait sans doute de modifier l'article 33 de la loi MAF. Mais il s'agit-là d'une décision de politique législative.

(4) Ord. TGI 5 août 1994 : *Bull. Joly Bourse* 1994, p. 597, note C. Ducouloux-Favard.

(5) Ord. TGI, 18 sept. 1995 : *Bull. Joly Bourse* 1995, p. 28, note P. Le Cannu.

(6) L'article 5-1-11 du règlement général du CMF fait lui-même référence aux dispositions de l'article 4-1-32 du même règlement, lequel n'est que la transcription au niveau réglementaire des deux principes d'exception à la concentration posés par l'article 45 de la loi MAF.

(7) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers, Litec*, 1998, n° 798, p. 684.

(8) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers, Litec*, 1998, n° 392, p. 361.

(9) Pour les personnes poursuivies, la transaction présente l'avantage d'éviter qu'un succès judiciaire de la SEC ne permette à des investisseurs d'obtenir une réparation facile et d'un montant plus considérable en invoquant l'autorité de la chose jugée : cf. P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Cob et la SEC : Thèse*, Paris 1, 1999, n° 89, p. 122.