

## LA JURISPRUDENCE DU CONSEIL DES BOURSES DE VALEURS

TROIS ÉTUDES DE LA SOCIÉTÉ DES BOURSES FRANÇAISES

JEAN-FRANÇOIS PRAT ET DIDIER MARTIN\*

**I**nstitué par la loi du 22 Janvier 1988 sur les bourses de valeurs, le Conseil des Bourses de Valeurs s'est vu confier, par la loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, le pouvoir de fixer, dans son règlement général, les conditions d'application des procédures d'offre publique (offres publiques d'acquisition, volontaires ou obligatoires, offres publiques de retrait, cessions de bloc de contrôle). Il bénéficie, dans la préparation et l'exécution de ses décisions, du concours des Services de la Société des Bourses françaises, institution financière spécialisée à laquelle il a, en outre, délégué certaines de ses prérogatives.

Pour la première fois depuis la création du Conseil des Bourses de Valeurs, une étude synthétique des décisions prises par cette autorité de marché au cours des quatre dernières années dans certains domaines de sa compétence vient d'être effectuée par la Société des Bourses Françaises<sup>1</sup>; y sont abordés les thèmes suivants :

- les dérogations à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre;
- les pactes d'actionnaires et l'action de concert, et
- l'examen du prix ou de la parité d'échange proposés par l'initiateur de l'offre publique.

Bien que n'émanant pas du Conseil des Bourses de Valeurs lui-même, cette étude, particulièrement documentée, provient d'une source tout à fait autorisée puisque c'est la Société des Bourses françaises qui est, en premier, saisie des projets d'opérations de marché, qui les instruit et qui les rapporte aux séances du Conseil.

Tout en apportant un éclairage parfois nouveau sur certains points, cet important travail permet de constater que le Conseil des Bourses de Valeurs a eu le souci de développer, sous le contrôle de la Cour d'appel de Paris, une jurisprudence marquée par deux principes : celui de sécurité

387

---

\* *Avocats à la Cour.*

<sup>1</sup> *Cette étude sera en vente début janvier 1994 à la REF.*

juridique, nécessaire pour prévoir les conséquences juridiques des opérations en projet, et celui d'équité, qui tend à préserver les objectifs au service desquels la réglementation a été instituée et à en empêcher le contournement.

Principe de sécurité juridique tout d'abord, qui s'exprime notamment par la pratique du rescrit officieux à laquelle le Conseil a accepté de se prêter; au stade de projet, les opérations de marché et les pactes d'actionnaires lui sont de plus en plus fréquemment soumis, ce qui permet aux requérants d'être informés au préalable, soit par une lettre du Président du Conseil, soit par une décision du Conseil, soit par une décision du Conseil publiée par la Société des Bourses Françaises, des obligations auxquelles ils devront faire face.

Sécurité juridique, encore, par le soin apporté, ainsi que la Cour d'appel de Paris en a exprimé le souhait à plusieurs reprises, à la motivation des décisions du Conseil, qu'il s'agisse du prix des offres publiques de retrait, des dérogations à l'offre publique obligatoire ou encore de la qualification des pactes d'actionnaires au regard de la notion d'action de concert - l'habitude a en effet été prise par le Conseil, depuis le début de l'année 1992, d'identifier dans ses décisions les clauses qui, à ses yeux, caractérisent l'existence d'une action de concert.

388

C'est également au service de la sécurité juridique qu'est assuré le caractère contradictoire de l'instruction du dossier : la Société des Bourses Françaises établit en effet ses rapports au Conseil en tenant compte de l'avis des différentes personnes intéressées par les projets d'opération qui lui sont soumis. Les décisions du Conseil ne peuvent en être que mieux éclairées.

Sécurité juridique, enfin, par le simple fait que cette autorité de marché a, dans une certaine mesure, accepté de se découvrir en faisant publier cette étude; une telle initiative mérite d'être saluée, et renouvelée. L'étude de la Société des Bourses françaises met également en évidence l'attachement du Conseil des Bourses de Valeurs au principe d'équité.

L'une des premières illustrations tient au fait que les dérogations à l'offre publique obligatoire ne sont pas présentées comme devant être automatiquement obtenues dès lors que leurs conditions d'application sont réunies; au contraire, le Conseil souhaite se réserver la possibilité de refuser les demandes qu'ils considèreraient comme abusives ou frauduleuses.

L'équité se retrouve ensuite dans l'appréciation, par le Conseil, de la notion de contrôle de fait en tant que motif de dérogation à l'offre publique obligatoire. le Conseil ne s'est pas interdit, en effet, de rechercher ailleurs que dans le pourcentage de droits de vote détenus en assemblée le critère du contrôle de la société; il peut prendre en compte le contrôle au sein des organes de direction.

Equité, également dans les présomptions d'action de concert que la Société des Bourses Françaises a mises en évidence (à l'instar du parallélisme des comportements et de l'intuitus *personae*). Ces présomptions, qui peuvent naturellement être combattues par la preuve contraire, montrent que le Conseil des Bourses de Valeurs connaît bien la manière subtile et souvent extra-juridique dont les liens peuvent se nouer au sein de l'actionnariat des sociétés cotées. Elles lui permettent d'appréhender des situations complexes que la définition légale de l'action de concert aurait pu ignorer si elle n'avait pas été affinée.

Equité, enfin, par le souci du Conseil des Bourses de Valeurs de ne pas se rendre prisonnier de sa jurisprudence : le Conseil reconnaît que ses propositions ont déjà évolué, et montre ainsi que sa jurisprudence n'est pas à l'abri d'une évolution rendue nécessaire pour s'adapter aux pratiques ultérieures du marché financier français.

L'approche du Conseil des Bourses de Valeurs est donc, en un mot, empreinte de pragmatisme.

Pragmatisme, par exemple, dans l'appréciation nuancée des conséquences pouvant s'attacher à l'existence des liens familiaux entre les signataires de pactes d'actionnaires, liens desquels le Conseil peut ou non, selon les cas, déduire l'existence d'une action de concert.

Pragmatisme, également, dans la prise en compte, par le Conseil, du contexte dans lequel les offres publiques de fermeture en projet doivent être mises en œuvre. Le Conseil a ainsi pu accepter, dans des cas d'OPE, des parités qui avaient fait l'objet de réserves de la part de la Société des Bourses Françaises, en considérant que les actionnaires minoritaires allaient recevoir des titres plus liquides que ceux faisant l'objet de l'OPE.