

La considération de la jurisprudence dans la réforme des offres publiques d'acquisition

Marie-Anne Frison-Roche

Professeur à l'Université Paris-Dauphine
Directeur de l'Institut de droit économique,
fiscal et social

1. Le nouveau Titre V du Règlement général du Conseil des marchés financiers, régissant les offres publiques d'acquisition, a été publié le 5 novembre 1998 au Journal Officiel (1). Il contient un certain nombre d'innovations et il sera très fructueux de le confronter à l'ancien texte du Règlement du Conseil des bourses de valeurs (2). Sur de nombreux points, le texte impose de nouvelles solutions. Ainsi, l'organisation des offres publiques désormais posée contredit l'ancienne par les points suivants : le nouveau texte modifie la date de reprise des cotations qui s'opère désormais dès le prononcé de la recevabilité de l'offre ; il autorise des interventions des intermédiaires financiers en cours d'offre ; il supprime le cas de dérogation au dépôt d'une offre publique naguère prévue lorsqu'il existait déjà un contrôle de fait ; il ajoute au contraire un nouveau cas de dérogation lorsque les seuils sont franchis par des actionnaires agissant en concert avec d'autres détenant déjà la majorité du capital dès l'instant que ceux-ci dominent le nouveau concert ; il assouplit la procédure d'acquisition de blocs conférant la majorité puisque l'offre publique simplifiée se substitue à la garantie de cours lorsque l'achat s'est fait auprès d'actionnaires non contrôlares.

2. Mais les innovations ne se limitent pas à des contrepieds pris par le nouveau texte à l'encontre de l'ancien. C'est aussi par rapport à la jurisprudence que le titre V a pris position (3), en la confortant par une reprise de solutions prétoriennes ou en anéantissant leurs effets généraux par la mise au point de solutions explicitement contraires. Certes, la jurisprudence n'est pas la seule source d'inspiration et il faut noter l'importance déterminante dans cette matière auto-observée des rapports qui ont pu être rédigés, notamment celui sous la direction de M. Barbier de la Serre à propos de la

déontologie des intervenants, qui se traduit dans le Règlement (4), et celui mené par M. Lepetit, déterminant pour la protection des minoritaires en cas de fusion (5). Mais il demeure que le Conseil des marchés financiers et le ministre de l'économie et des finances dont l'arrêté homologua le texte ont exprimé par celui-ci l'importance accordée à la jurisprudence dans l'élaboration du droit des offres publiques d'acquisition. La reprendre ou la contredire, c'est encore lui rendre hommage.

3. Certes, le texte peut rester en quelque sorte étale, alors même qu'une bataille contentieuse a fait rage sur le point technique considéré. On peut particulièrement penser à la question de la méthode requise pour évaluer l'indemnité devant être versée au minoritaire lorsque le majoritaire décide de procéder à un retrait obligatoire, qui a été débattue jusque devant la Cour de cassation (6) et à propos de laquelle le nouvel article 5-7-1 reprend mot à mot les formules de l'ancien article 5-6-1 qui avaient suscité la dispute (7). Mais le plus souvent les innovations jurisprudentielles ont suscité une réaction sensible dans la nouvelle rédaction du titre V. Après en avoir exposé le principe général (I), il convient de relever plus précisément les dispositions techniques qui l'illustrent (II).

I. La dialectique des innovations jurisprudentielles et de la réforme du Règlement général

4. On se souvient que c'est déjà en réaction à la façon dont les juges avaient tranché le litige concernant la prise du contrôle du Printemps par François Pinault que le Règlement général avait été modifié en 1992. La Cour d'appel de Paris avait alors admis que l'intéressé suscite la perte de droits de vote double de façon à rester en deçà d'un seuil pour n'être contraint à une OPA que sur 66 % des titres (8). Avant que la Cour de cassation ne vienne valider ce refus de faire jouer en l'espèce la qualification de fraude (9), une modification quasiment immédiate du Règlement général avait été menée pour n'admettre désormais que des OPA à 100 %. On avait pu estimer alors que la réaction était

(1) Pour une première présentation, voir JCP éd. E 3 décembre 1998 actualité p. 1899 ; M. Germain et M.-A. Frison-Roche : RD bancaire et bourse 1998 p. 228 ; A. Charvériat, Modification de la réglementation des offres publiques : BRDA 1/99 p. 12.

(2) Voir notamment, D. Schmidt et Cl. Baj : RD bancaire et bourse, à paraître. L'étude est d'ailleurs à mettre en perspective de celle déjà menée par ces auteurs lorsque le Règlement général du CBV avait été modifié le 15 mai 1992 (De l'ancien au nouveau règlement général du Conseil des bourses de valeurs : RD bancaire et bourse 1992 p. 137). V. aussi D. Carreau et J.-Y. Martin, La réforme du régime juridique des offres publiques : Rev. Sociétés 1992 p. 451 s. ; E. Chamy, La nouvelle réforme du régime des offres publiques : Banque 1992 n° 531 p. 911 ; Th. Bonneau, La réforme des offres publiques d'acquisition : Bull. Joly 1992 p. 599.

(3) Cela fut souligné dans les articles jalonnant l'élaboration du texte : voir V. de Senneville, AGEFI, 1^{er} octobre 1998.

(4) Voir supra n° 1.

(5) Voir infra n° 22 s.

(6) CA Paris 16 mai 1995, Sogénal : RJDA 7/95 n° 855, JCP éd. E 1995 I n° 475 obs. A. Viandier et J.-J. Caussain, Gaz. Pal. 1995 p. 570 concl. J.-P. Jobard, Rev. soc. 1995 p. 535 note L. Faugérolas, Bull. Joly bourse 1995 p. 395 § 67 ; Cass. com. 29 avril 1997 : RJDA 7/97 n° 915, D. 1998 p. 334 note M.-A. Frison-Roche et M. Nussenbaum, D. Aff. 1997 p. 693, Bull. Joly bourse 1997 p. 391 note L. Faugérolas. Voir aussi A. Viandier, Retrait obligatoire : à propos de l'affaire Sogénal : RJDA 7/95 p. 646 s., Le montant de l'indemnisation dans le retrait obligatoire : RJDA 4/98 p. 275.

(7) L'innovation est d'un autre ordre et concerne l'expert indépendant dont la nomination est davantage contrôlée, montrant qu'en matière d'évaluation, l'essentiel serait dans la confiance que l'on peut faire à celui qui y procède.

(8) CA Paris, 10 mars 1992, Pinault-Printemps : RD bancaire et bourse 1992 p. 118 ; Bull. Joly 1992 p. 425 § 137 note A. Viandier. V. aussi M. Vasseur, Les leçons de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 10 mars 1992 rendu dans l'affaire Pinault-Printemps : Rev. soc. 1992 p. 229.

(9) Cass. com. 29 novembre 1994 : RJDA 4/95 n° 444, Rev. Soc. 1995 p. 308 note D. Vatel, Bull. Joly bourse 1995 p. 25 § 4 note P. Le Cannu.

un peu radicale (10). D'une façon plus générale, la sanction d'une jurisprudence désapprouvée par l'élaboration au débotté d'un nouveau texte n'est guère compatible avec la sérénité requise dans l'art législatif...

5. Cette attention particulièrement portée à la jurisprudence par la réforme du Règlement général du Conseil des Marchés Financiers (A) doit être mise en perspective de la place ambiguë du Conseil par rapport aux juges, puisqu'il peut, par son Règlement, réagir à des censures dont ses décisions individuelles furent l'objet (B). Mais dans cette relation de pouvoir, le renforcement de l'un ne va pas nécessairement avec l'affaiblissement de l'autre : au contraire, la référence centrale que constitue le titre V dans le droit des offres publiques confère par ailleurs une grande liberté pour les innovations jurisprudentielles futures (C).

A. L'attention portée à la jurisprudence dans la réforme du Règlement général

6. Cette sorte de réactivité du texte à la jurisprudence tient certes à la masse de contestations qui ont été portées devant le juge, essentiellement la Cour d'appel de Paris. Mais, plus qualitativement, cela montre aussi dans son principe même l'importance de la jurisprudence, dont l'existence a été pleinement intégrée dans l'élaboration du texte ; même lorsqu'il s'agit de la contredire, c'est reconnaître son pouvoir créateur que de le faire. La relation dialectique entre jurisprudence et texte peut en effet être aussi bien positive (11) que négative (12) et sans doute est-elle la plus fructueuse dans ce dernier cas.

7. Le droit des offres publiques illustre une relation plus générale et souvent étudiée. En effet, la jurisprudence et la loi s'observent, parfois dans une froide contemplation de chiens de faïence, parfois dans un dialogue par lequel l'autorité de la première peut influencer les choix opérés par la seconde. Mais il peut y avoir aussi franc conflit. Il s'opère alors au détriment de la « jurisprudence combattue par la loi » (13) car, quelles que soient les puissances sociologiques respectives d'une jurisprudence triomphante et d'un pouvoir législatif affaibli, en droit c'est encore et toujours le texte qui peut avoir le dernier mot. Mais cet ordre des choses est ici troublé par la double place qu'occupe le Conseil des marchés financiers dans sa relation à la jurisprudence.

B. La place ambiguë du Conseil des marchés financiers dans sa relation à la jurisprudence

8. Ici, la relation de pouvoir entre l'autorité de marché et les juges qui contrôlent ses décisions est complexe. En effet, si le juge doit respecter la loi et si le législateur peut rattraper au collet certaines jurisprudences, plus ou moins provoqué par celles-ci, toujours est-il que le législateur et la jurisprudence ne développent pas par leurs emprises dans la même sphère. Or, le Conseil des marchés financiers, comme les autres autorités

de marché, cumule le pouvoir de prendre des décisions individuelles, notamment quant à la recevabilité des offres publiques, et le pouvoir d'adopter des règles générales. Certes, cela s'opère sous le masque d'un arrêté ministériel, mais les auteurs décrivent le plus souvent en termes directs le « pouvoir réglementaire du CMF » (14) car, comme le relève un auteur, c'est bien le Conseil qui « légifère » (15)...

9. Ainsi, lorsque l'autorité de marché exprime une règle générale à l'occasion d'une décision individuelle, transposition de la technique de l'arrêt de principe, elle s'expose à la censure de la première chambre supplémentaire de la cour d'appel de Paris, si le principe dégagé ne convient pas à celle-ci. Mais le Règlement général du Conseil des marchés financiers peut ultérieurement « reprendre » — comme on dit qu'on « reprend » un enfant qui a mal parlé — la jurisprudence et faire prévaloir sa solution initialement voulue, reprenant ainsi d'une main ce qu'on lui avait retiré dans l'autre. Cette dialectique — là n'est pas forcément très saine dans la mesure où elle fausse le mécanisme de la hiérarchie entre l'autorité de marché et les juridictions, effet pervers d'un cumul de pouvoirs qu'on a pu critiquer par ailleurs sur son principe même (16), mais qui correspond à une puissance de régulation du marché que le législateur a voulu amplifier par la loi du 2 juillet 1996 (17).

10. Cette prévalence du texte reste en effet effective même lorsque le législateur a fait place à des sources infra-normatives, par délégation plus ou moins volontaire, aux contours plus ou moins respectés. La matière financière y est propice, à travers notamment les décisions des autorités de marché. Même s'il est acquis que la COB et le CMF sont en droit dépourvus du pouvoir réglementaire parce que la Constitution n'admet l'exercice de celui-ci que par les organes hiérarchisés de l'exécutif et par les collectivités locales et que l'indépendance de ces organismes y font donc obstacle (18), de fait, l'immersion du Conseil des marchés financiers dans le secteur lui-même donne à ses actes une autorité supérieure à la loi (19).

11. La technique juridique permet d'ailleurs de concilier les deux puisque le Règlement général du CMF n'advient à la juridicité que par son homologation par le ministre de l'économie et des finances. Ce Règlement général, longuement négocié, dont l'élaboration est plus longue, plus mûrie, plus minutieuse que pour bien

(10) H. de Vauplane, L'OPA à 100 % était-elle indispensable ? : Petites Affiches 5 juin 1992 p. 7.

(11) Voir infra n°s 19 s.

(12) Voir infra n°s 22 s.

(13) Ph. Malaurie, La jurisprudence combattue par la loi : Mélanges Savatier, Dalloz 1965 p. 603.

(14) H. de Vauplane et J.-P. Borne, Droit des marchés financiers : Litec 1998 n°s 190 s. p. 174 s. ; Cl. Merkin et B. de Saint-Mars, « Le Conseil des marchés financiers », in La modernisation des activités financières : GLN-Joly, coll. « Pratique des affaires », 1996 p. 79 s., spéc. n°s 172 s. p. 89 s.

(15) M. Germain, « Rapport de clôture », in La prise de contrôle d'une société : Rev. jur. com., n° spéc., novembre 1998 p. 192.

(16) F. Terré, La réforme de la COB, la confusion des pouvoirs : Vie judiciaire du 7 août 1989.

(17) Sur l'ambiguïté de l'homologation, voir Cl. Merkin et B. de Saint-Mars, « Le Conseil des marchés financiers », précité, n° 176 p. 90. Sur la construction de droit, voir infra n°s 10 s.

(18) Le rapport Denoix-de-Saint-Marc sur Le service public (coll. des rapports officiels, Documentation Française, 1996) se conclut ainsi : « ... il est possible de créer une autorité indépendante, mais à la condition qu'elle n'ait pas compétence pour édicter des règles générales » (p. 75).

(19) M.-A. Frison-Roche, « Sociologie du droit boursier », in Sociologie du droit économique, Année Sociologique, à paraître.

des lois, ce qui put susciter une légitime impatience (20), et pour lequel il serait judicieux d'offrir à l'exégèse des sortes de travaux préparatoires, constitue le texte de référence pour tous les intervenants sur les marchés financiers. Mais ce n'est pas parce que la matière s'organise de plus en plus autour de ce titre V du Règlement général du Conseil des marchés financiers que la jurisprudence n'est plus libre de développer sa puissance, au contraire.

C. Le lien entre l'importance du titre V du Règlement général et la puissance de la jurisprudence

12. En effet et en premier lieu, le titre V du Règlement général est déterminant techniquement en ce qu'il décline les quelques principes contenus dans la loi du 2 août 1989, telle que modifiée par la loi du 2 juillet 1996, pour construire un corps entier de règles régissant impérativement les offres publiques.

13. En second lieu, le texte signale, impose, de lui-même son importance dans la mesure où il s'autorise des considérations générales sur le fondement même des offres publiques d'acquisition. Ainsi, alors que le précédent texte du Conseil des bourses de valeurs ne se hasardait pas dans de tels prolégomènes, l'article 5-1-1 qui débute le titre se clôt par l'affirmation suivante : « Les règles fixent le processus général de conduite d'une offre publique en vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché ; elles ont pour objet d'assurer le respect par l'ensemble des parties à une offre des principes d'égalité des actionnaires, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition. »

14. On observera tout d'abord que s'illustre ainsi un phénomène nouveau, dans lequel on a pu voir une décadence de l'art législatif, par lequel la loi se perd désormais dans des détails tandis que les principes généraux coulent en quelque sorte dans des textes normativement inférieurs mais qui deviennent ainsi de fait la référence, à tel point qu'on a pu estimer qu'en cas de conflit entre les deux, la volonté de l'autorité de marché devait prévaloir. Ce sont désormais les textes d'application qui s'expriment avec majesté.

15. Il faut ensuite souligner que l'explication des buts poursuivis par le texte dans l'organisation qu'il impose dans les offres publiques d'acquisition n'est pas neutre au regard de la jurisprudence. En effet, ce faisant, la volonté du législateur, naguère rattachée à l'esprit du texte, prend la forme de sa lettre et s'impose plus directement : le but de la loi devient l'« objet » de la loi. Mais loin de limiter le pouvoir de création par les juges de règles nouvelles, cela peut offrir à la jurisprudence de nouveaux moyens de construire des solutions. Cet article 5-1-1 a vocation à constituer une mine pour d'éventuelles audaces jurisprudentielles, comme le sont ces « article 1^{er} » qui inaugurent désormais les lois modernes (21). Il suffira de donner de la substance à des principes très généraux pour imposer des solu-

tions et des contraintes, même dans le silence des dispositions techniques.

16. Enfin, il faut considérer que si le texte prévaut bien sûr lorsqu'il contredit la jurisprudence, tandis qu'il la conforte lorsqu'il en reprend les solutions, dans le silence du texte, les solutions prétorienne conservent leur actualité. Ainsi, l'article 5-1-1 ne vise parmi les principes directeurs que celui de l'égalité des actionnaires mais il demeure que celui de l'égalité des compétiteurs, affirmé par la Cour d'appel de Paris (22), notamment en ce qu'il doit toujours laisser possible une contre-offre (23), continue de régir la matière.

17. Lorsque le nouveau texte a explicité une règle sur laquelle la jurisprudence avait précédemment façonné une solution, il peut donc valider ou contrarier celle-ci. Pour illustrer la considération que la nouvelle rédaction du titre V du Règlement général a eue pour la jurisprudence, le plus simple est donc de dresser, sans prétendre à l'exhaustivité, une sorte de répertoire d'hypothèses dans lesquelles les initiatives jurisprudentielles ont été soit validées soit combattues.

II. La réaction aux innovations jurisprudentielles dans la réforme du Règlement général

18. Les textes nouveaux requièrent que l'on reste au plus près d'eux, la glose, la récapitulation et la mise en perspective étant ce qui, dans un premier temps, leur conviennent sans doute le mieux. Aussi ne s'agit-il ici que d'identifier des questions à propos desquelles la jurisprudence avait interprété audacieusement le droit alors applicable, ses initiatives ayant trouvé un appui ou une récusation désormais incontestable dans le titre V. Cela concerne plus particulièrement le domaine d'application des règles régissant les offres publiques (A), le droit des minoritaires en cas de fusion (B) et le pouvoir du Conseil de contraindre le contrôleur à une offre de retrait en cas de cession d'actif (C).

A. L'extension, à la suite de la jurisprudence, du domaine d'application des règles régissant les offres publiques

19. Le droit financier, qui prétend plus que les autres, en reflet de son objet, à l'efficacité (24), a été longtemps dans une situation inconfortable dans la mesure où, en tant qu'il s'insère dans le droit français il a vocation à ne concerner que le territoire et les sujets de droit français, alors même qu'il porte sur un marché globalisé, dans lequel la notion même de place risque de perdre prochainement tout sens.

20. La jurisprudence a donc été innovante en appliquant d'autorité et au nom de l'effectivité de l'ordre

(22) CA Paris 27 avril 1993, OCP : RJDA 7/93 n° 629, RD bancaire et bourse 1993 p. 134 ; voir aussi M.-A. Frison-Roche, Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier : Bull. Joly bourse 1993 p. 720 § 138.

(23) Article 5-2-22 Règlement CBV, devenu l'article 5-2-5 Règlement CMF.

(24) Sur la considération propre de l'innovation par le droit financier, voir notamment, A. Couret, De quelques apports conceptuels du droit financier contemporain : Mélanges Cl. Champaud, Dalloz 1997 p. 195.

(20) Th. Bonneau, Remarques d'humeur sur les nouvelles règles de marché : Bull. Joly bourse 1997 p. 821 § 142.

(21) Ch. E. Morand, Les figures de la légalité : Publisud 1991.

public le droit des offres publiques à une société étrangère dont les titres sont admis sur le marché français (25). Le Règlement général reprend cette audacieuse jurisprudence. Il confère ainsi la sécurité juridique à une solution par ailleurs techniquement indispensable. On aurait pu en effet craindre que la Cour de cassation n'admette pas une telle extension prétorienne, même s'il est vrai que l'arrêt de sa chambre criminelle admettant que l'on sanctionne un délit d'initié commis sur une place étrangère (26) et celui de sa chambre commerciale l'affirmant pareillement à propos du manquement d'initié (27), attestent de son pragmatisme en la matière.

21. Il n'empêche que, là aussi, c'est en quelque sorte le Conseil qui, grâce au Règlement, valide l'appréciation positive qu'il avait portée sur un tel mouvement, à travers une étude de la question publiée dans le récent bulletin édité par le Conseil (28). Cela met en lumière une autre ambiguïté du rôle de cette autorité. En émettant des analyses de type doctrinal, elle s'autorise à formuler, en dehors de toute affaire particulière, des opinions, voire des jugements sur des questions cruciales à propos desquelles les juridictions supérieures vont prendre position, éventuellement lors du contrôle de ses propres décisions. On peut alors anticiper que des réserves exprimées dans un tel cadre, même si on le présente simplement comme un mode d'information et de réflexion, constituent des signes d'une éventuelle réforme. Et ce d'autant plus que la réforme du Règlement général n'hésite pas à l'occasion à contredire ouvertement des solutions dégagées par la jurisprudence. Il en est ainsi à propos de la protection des minoritaires en cas de fusion-absorption d'une société cotée.

B. L'organisation, en réaction à la jurisprudence, d'une offre de retrait antérieurement à l'absorption d'une filiale

22. Les contradictions possibles entre la prévision du mécanisme particulier de l'offre publique et le recours en principe accessible à la procédure de droit commun de la fusion ont éclaté au grand jour de la jurisprudence. La réponse a été sans équivoque, les différentes juridictions admettant que l'opération de concentration prenne la forme d'une fusion, même si la société absorbée est cotée, même s'il s'agit d'une filiale, les mécanismes spécialement visés par la loi de 1989 pouvant être contournés par le recours aux procédés généraux organisés par la loi de 1966. Cette liberté a été acquise dès 1991 par la position adoptée par la chambre commerciale de la Cour de cassation (29) et les juges du fond se sont refusés à infléchir le calcul de parité du

fait de cette dispense d'offre publique (30), se contentant de ménager les droits des minoritaires dans un tel processus de fusion (31).

23. La doctrine s'est émue d'un tel sort fait aux minoritaires, éventuellement désavantagés par le calcul des parités (32). Et le texte est venu briser la jurisprudence en permettant au Conseil d'imposer aux majoritaires de déposer une offre publique en cas de fusion de la société qu'ils contrôlent par la société qui en détient le contrôle. Voilà l'affaire de la fusion Pinault-Printemps-La Redoute fantasmatiquement rejugée à l'envers... La sociologie législative a souvent souligné cette tendance, on n'ose dire cette manie, de celui qui écrit un nouveau texte calqué sur un contentieux qui vient de s'éteindre sous l'empire de la législation ancienne, au risque qu'une semblable affaire pour laquelle on peaufine l'article sur mesure ne se représente jamais.

24. Le Règlement général a donc fait prévaloir la protection des actionnaires minoritaires qui pourront donc sortir avant que le processus de la fusion de la filiale et de la société-mère ne se mette en marche. Il contribue ainsi à organiser un droit de sortie du minoritaire, de plus en plus effectif et protégé, en cas de prise de contrôle (33). Mais plus qu'une absence de volonté de protéger ceux-ci, cette jurisprudence ainsi démentie illustre sans doute la difficulté à articuler, voire à départager offre publique et procédure de fusion. Cela vient notamment du fait qu'on ne se résout pas en France à poser clairement les rapports d'autonomie ou de hiérarchie, et plus globalement d'appartenance ou non, qui existent entre le droit des sociétés cotées et le droit des sociétés non-cotées.

25. La jurisprudence, en admettant le recours sans contrainte à la fusion, inclinait plutôt vers une conception se refusant à l'autonomie et donc à l'exclusion de l'un par rapport à l'autre (34). Le texte, en obligeant à une procédure d'offre de retrait préalablement à la fusion, manifeste une prévalence et donc une autonomie d'un droit des sociétés cotées, qui devient véritablement une branche de droit spécial (35). Dans cette conception autonomiste, il est normal que la nouvelle rédaction du Règlement ait voulu attribuer des pouvoirs accrus de contrôle à l'autorité de marché, régulateur au cœur de ce droit très particulier.

C. Le pouvoir du CMF, dénié par la jurisprudence, de contraindre le contrôleur à une offre de retrait en cas de cession d'actifs

26. Le droit de retrait dont peut bénéficier le minoritaire n'est pas le symétrique du retrait obligatoire que

(25) CA Paris 13 janvier 1998, Tecknecomp : RJDA 5/98 n° 604 ; RD bancaire et bourse 1998 p. 64.

(26) Cass. crim. 19 octobre 1995 : RJDA 12/95 n° 1377, RD bancaire et bourse 1996 p. 28.

(27) Cass. com. 18 juin 1996, Bergé : RJDA 10/96 n° 1207 ; JCP éd. G 1996 II n° 22710 note H. Hovasse, D. 1998 som. p. 75 obs. Y. Reinhard ; RD bancaire et bourse 1996 p. 177.

(28) W.H. Smith, Le champ d'application territoriale de la réglementation des offres publiques : Rev. CMF, décembre 1997-janvier 1998 p. 25.

(29) Cass. com. 17 décembre 1991 : RJDA 3/92 n° 256, JCP éd. E 1992 II n° 262 note A. Viandier.

(30) T. com. Roubaix 6 mai 1994, Pinault Printemps, confirmé par CA Douai 7 juillet 1994, cités par M.-Ch. de Nayer, Fusions de sociétés cotées et article 5.5.5 du règlement général du Conseil des Bourses de Valeurs, Bull. Joly bourse 1996, p. 497 § 77.

(31) Ord. réf. T. com. 28 décembre 1994, Meillor : RD bancaire et bourse 1995 P. 32.

(32) M.-Ch. De Nayer, Fusions de sociétés cotées et article 5.5.5 du règlement général du Conseil des Bourses de valeurs, préc.

(33) Voir d'une façon générale, La prise de contrôle d'une société, préc., spéc., p. 96 s.

(34) Dans ce sens, voir A. Viandier, Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française : Bull. Joly bourse 1993 p. 1 et A. Couret, De quelques apports conceptuels du droit financier contemporain, précité note 24, p. 214 s.

(35) Dans ce sens, voir M.-A. Frison-Roche, La distinction des sociétés cotées et des sociétés non cotées, in Mélanges AEDBF-France : Banque Éditeur 1997 p. 189 s.

peut déclencher le majoritaire, dans la mesure où le premier doit le plus souvent passer par les fourches caudines du Conseil des Marchés Financiers, alors que la mise en œuvre du second ne dépend que du bon vouloir des associés contrôlares.

27. La jurisprudence a pris soin de préserver cette liberté du CMF au regard d'une demande de l'actionnaire minoritaire d'être délivré de ses titres. Ainsi, rappelant le principe selon lequel la déclaration d'une offre publique de retrait ne s'impose pas à l'autorité de marché, la Cour d'appel de Paris a pu valider le refus que celle-ci opposa, dans le cas d'une fusion-absorption, au minoritaire en considération d'engagements pris par la société absorbante pour faire retrouver au titre sa liquidité (36). De la même façon, plus tard et symétriquement, dans une autre hypothèse, celui dans lequel le majoritaire avait atteint, seul ou en concert, la maîtrise de 95 % du capital, la Cour d'appel approuva l'ordre donné par l'autorité de marché à ce majoritaire de racheter les titres du minoritaire (37).

28. Mais il semblait acquis que, dans tous les cas, même dans celui d'une cession d'actif, la position adoptée par l'autorité de marché, lorsqu'elle estimait le rachat nécessaire, s'imposait comme une obligation. Ce caractère impératif s'était en quelque sorte installé dans les mœurs boursières (38), alors même que l'article de l'ancien règlement présentait l'acte alors émis par l'autorité de marché comme une opinion et non pas comme une décision (39). Mais la Cour d'appel de Paris a brisé cette façon de voir, en estimant que la conviction de l'autorité de marché quant à l'opportunité d'une offre de retrait ne constitue qu'un avis qui ne lie pas l'actionnaire majoritaire qui l'a sollicité (40).

29. L'autorité de marché a là aussi fait en quelque sorte resurgir la conception qu'elle a de ses propres pouvoirs, puisque le nouvel article 5-6-6 dispose que l'associé contrôlaire informe le Conseil des Marchés Financiers et que le Conseil, après avoir apprécié les conséquences de l'opération, « décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait ».

30. Ainsi, on peut observer que l'autorité de marché fait certes grand cas de la jurisprudence mais aussi qu'elle l'encercle, puisque, par le pouvoir d'édicter un Règlement général, certes négocié avec le ministère de l'économie et des finances, elle peut imposer ce que le juge du contrôle avait refusé, par une sorte

d'entêtement normatif que seule sa situation très particulière d'autorité du marché lui permet.

31. Puisque le pouvoir réglementaire est entre ses mains, et en conclusion, on peut regretter que l'occasion n'ait pas été saisie d'une nouvelle rédaction du titre V pour régler des questions que la jurisprudence peine à résoudre. Songeons par exemple au problème des effets des engagements par lesquels un actionnaire promet à l'initiateur d'une offre publique qu'il lui apportera ses titres. Une solution est délicate à dégager du fait de l'interférence ici suscitée entre le droit civil et le droit boursier. Une solution explicite et univoque aurait été appréciable, sous réserve que l'article 37 de la Constitution n'impose pas que la question relève du pouvoir exclusif de la loi.

Pour l'instant, il semble que la jurisprudence, tout en affirmant que le droit civil n'a pas à être allégué en la matière, a posé la validité de principe de tels engagements (41). La difficulté tient alors à l'hypothèse de la survenance d'une contre-offre. Le promettant peut-il alors tourner casaque et préférer apporter ses titres à meilleur offrant ? La doctrine a quelque mal à le déterminer (42), affirmant comme pour ménager une porte de sortie qu'en toutes hypothèses, de tels engagements n'engendrent que des obligations de faire, le changement d'avis de l'actionnaire ne pouvant se résoudre, au pire, qu'en attribution de dommages et intérêts.

32. Mais le plus souvent le juge déclare ne pouvoir apprécier la validité d'engagements de présentation au regard du droit civil dès l'instant qu'il statue dans le cadre d'une offre publique en cours (43), alors que, par ailleurs, la jurisprudence belge s'est autorisée à interférer dans une procédure boursière par seul recours au droit commun et en contredisant les autorités ad hoc (44) et tandis qu'il semble enfin que le Conseil des marchés financiers s'autorise à apprécier selon des critères propres la validité d'une action de concert (45), dont on aurait pu penser que l'appréciation au regard du droit civil relève de la compétence des tribunaux de droit commun.

33. On s'aperçoit à travers cet exemple que les prochains contentieux, quels que soient les perfectionnements du Règlement général en la matière, se développeront sans doute à propos des mécanismes contractuels qui se glissent dans tous les interstices des offres publiques, alors que l'articulation entre deux branches du droit reste difficile, si ce n'est encore impensée par la jurisprudence et les autorités, malgré les incitations de la doctrine à le faire d'une façon urgente (46).

(36) CA Paris 25 février 1994, Circe-Société des caves de Roquefort : RD bancaire et bourse 1994 p. 85.

(37) CA Paris 7 avril 1988, Parfival, 97/24825.

(38) Voir par exemple, l'avis SBF n° 90-3964 du 18 décembre 1990, Ateliers et chantiers de la Loire. Est également probant l'avis par lequel le Conseil, en considérant que les conditions de l'article 5.5.5 du Règlement général du CBV n'étaient pas applicables, a déduit que « il n'y avait pas lieu d'exiger la mise en œuvre d'une offre publique de retrait » (Avis SBF n° 92-795 du 23 mars 1992, Cerabati Holding).

(39) L'article 5-5-5 du Règlement général du CBV disposait dans son dernier alinéa : « Le Conseil apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital et des détenteurs de droits de vote de la société. Avec l'accord de la ou des personnes qui contrôlent la société, il arrête les conditions de mise en œuvre d'une procédure d'offre publique de retrait. La Société des bourses françaises en assure la publication ».

(40) CA Paris 25 juin 1998, Société fermière du Casino municipal de Cannes : RJDA 10/98 n° 1119 ; RD bancaire et bourse 1998 p. 180.

(41) CA Paris 27 octobre 1993, Bolland-Sucrierie de Chalon : RJDA 4/94 n° 422 ; RD bancaire et bourse 1993 p. 252.

(42) Voir, par exemple, OPA en droit comparé : Petites Affiches 29 novembre 1995 p. 3.

(43) CA Paris 27 octobre 1993 Bolland-Sucrierie de Chalon, précité note 41.

(44) C. cass. belge 10 mars 1994, Accor — Compagnie des wagons-lits : RD bancaire et bourse 1994 p. 86.

(45) Avis du CMF, Bouygues c/ Bolloré : RD bancaire et bourse 1998 p. 229 s.

(46) F. Peltier, Marchés financiers et droit commun : Banque éditeur 1997 ; N. Rontchevsky, La liberté contractuelle et la transaction à l'épreuve de la réglementation boursière : Bull. Joly bourse 1995 p. 365 ; F. Drummond, Le contrat comme instrument financier : Mélanges F. Terré, à paraître ; Th. Bonneau, Le droit commun des obligations et le marché financier : colloque Paris XIII, novembre 1998.