

: bilan des quinze dernières années



Charlotte Guyon de la Berge

HEC 1999 majeure finance, licenciée en droit,
élève à l'IEP de Paris en 5^{ème}

Introduction

En Grande-Bretagne, la première offre publique date de 1905. En France, il faudra attendre 1966 pour voir semblable opération se dérouler. L'offre publique, de nature contractuelle, n'est pas iétés. Il existe, en 1966, un vide réglementaire et législatif absolu concernant les offres publiques. Dès 1966, les autorités boursières, face au développement des prises de contrôle de sociétés cotées en bourse, élaborent différentes réglementations. Cependant, jusqu'à la fin des années 1980, celles-ci restent à un état embryonnaire.

A partir de 1985, une évolution importante se dessine ; la multiplication des prises de contrôle de sociétés cotées dans les années 1980 et l'apparition de nouvelles techniques de prise de contrôle mettent l'accent sur les insuffisances de la réglementation boursière. Une rupture apparaît en 1985 avec la multiplication des opérations contestées par voie judiciaire, rendant nécessaire une adaptation du droit boursier. Le droit anglo-saxon beaucoup plus avancé en la matière que le droit français fait figure de modèle. La Communauté Européenne cherche à mettre en place une réglementation commune en matière d'offres publiques, de façon à homogénéiser - judiciarisation du monde des affaires, contestation de plus en plus importante des opérations par les minoritaires, influence anglo-saxonne et contrainte européenne - conduisent à des réformes fondamentales, mises en en France à partir de 1988.

La pratique de la prise de contrôle est concernée par cette transformation du droit boursier. La prise de contrôle d'une société se définit comme l'acquisition du pouvoir de décision au sein de on parle de prise de contrôle d'une société par un actionnaire lorsque celui-ci dispose de droits de vote suffisants pour imposer ses choix en assemblée générale. La prise de contrôle, qui requiert généralement des transactions effectuées sur le une société cotée, est régie par les règles issues du droit boursier. Les techniques de l'offre publique d'achat (OPA), de l'offre publique d'échange (OPE), de l'offre publique de retrait ou de l'acquisition d'un bloc de contrôle, utilisées lors d'une pris l'objet aujourd'hui d'une réglementation. L'utilisation de ces techniques est entourée de certaines contraintes - déclaration de franchissement de seuils, obligation d'effectuer les achats en bourse, sanction du délit d'initié -, qu'il faudra également évoquer.

obtenir satisfaction en portant ses revendications devant la justice. La protection des minoritaires apparaît être une préoccupation nouvelle des autorités boursières. Ces différents changements ont affecté les pays anglo-saxons bien avant la France. C'est à ce titre que les pays anglo-saxons et en particulier la Grande-Bretagne vont servir de modèle à la France dans l'élaboration de sa réglementation. Les tentatives d'harmonisation des réglementations nationales au niveau européen se fondent principalement sur le modèle anglais. Ainsi, le projet de cinquième directive élaboré à la fin des années 1980, sera une des sources de la création d'une offre publique d'achat obligatoire en 1989 en France.

Les réglementations élaborées par les autorités boursières se font le reflet de ces différents changements intervenus principalement depuis 1985.

L'étude de l'évolution de la réglementation boursière en matière de prise de contrôle depuis une quinzaine d'années exige de connaître l'état du droit en 1985.

l'historique de la réglementation des offres publiques, de ses débuts en 1966, à 1985.

La réglementation boursière se construit donc autour d'une somme de lois, de règlements intervenus en très grand nombre depuis une quinzaine d'années. Une rapide revue des modifications et ajouts de la réglementation boursière témoigne de son dynamisme. On peut ainsi citer la loi du 22 janvier 1988, réformant les bourses de valeurs françaises. On peut également évoquer la très importante loi du 2 août 1989, qui, entre autres, réforme la COB et crée une offre publique obligatoire. Le 31 décembre 1993, une loi institue la procédure du retrait obligatoire sur le modèle du squeeze-out anglo-saxon. La loi du 2 juillet 1996 porte sur la modernisation des activités financières. A ces lois, il faut ajouter les nombreuses réglementations de la COB et du CMF (CBV). Ces très nombreux changements montrent la difficulté rencontrée par les autorités boursières dans l'exercice de leur mission. Les autorités de marché sont guidées dans leur action par les idéaux de transparence du marché, c'est-à-dire d'égalité devant l'information, et d'égalité devant le prix. Ces principes trouvent leur source

La première réglementation, en date de 1966, ne fit l'objet d'aucune codification, les autorités de marché voulant se laisser toute marge de manœuvre pour adapter les règles en fonction de cette réglementation définit dans les grandes lignes la procédure de l'offre publique:

- soumission du projet d'offre à la Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change ;
- instruction du dossier par celle-ci, qui peut demander toutes justifications et garanties qu'elle estime nécessaires ;
- saisine du ministère de l'Économie et des Finances par la Chambre syndicale, l'autorité de tutelle disposant d'un délai de trois jours pour s'opposer à l'opération ;
- publication par la Chambre syndicale d'un avis sur lequel sont décrites les caractéristiques de l'offre ;
- au terme du délai fixé, publication d'un second avis de la Chambre syndicale faisant connaître le résultat de l'opération.

Ce texte fut publié au Journal officiel le 23 janvier 1970.

L'arrêté du 17 février 1972 institua la procédure dite "procédure simplifiée", réservée aux offres de fermeture dans lesquelles l'initiateur détenait déjà 90% de la société visée. En 1978, cette procédure sera étendue à toutes les offres dans lesquelles l'initiateur détient déjà les deux tiers du capital de la société visée et s'engage à acquérir toutes les actions qui lui seront présentées.

L'arrêté du 6 mars 1973 étendit la procédure de l'offre publique aux prises de participation minoritaires portant sur au moins 15% du capital. En 1978, le pourcentage minimal de capital sur lequel doit porter une offre publique a été abaissé à 10%, et même à 5% sous certaines conditions.

L'OPA lancée en 1977 par la Société navale chargeurs Delmas-Vieljeux sur la Compagnie de navigation mixte (CNM) fut à l'origine de la réforme de 1978. Cette offre, en effet, provoqua une vive bataille boursière, chacun des participants cherchant à acquérir sur le marché, directement ou par l'intermédiaire de filiales, le maximum de titres de la société visée. Ces pratiques résultèrent dans une flambée du cours de l'action CNM et finalement la lutte pour le contrôle de la société se déroula en dehors du cadre juridique de l'offre publique.

La décision générale de la COB du 25 juillet 1978, publiée au Journal officiel du 1^{er} août 1978, condamnait les acquisitions de titres faites sur le marché par les participants à une offre publique : la contestation d'une OPA ou OPE devait s'exprimer par une offre concurrente qui, seule, permet de réserver un traitement égal à l'ensemble des actionnaires désireux de céder leurs titres. On trouve déjà ici le souci d'assurer l'égalité des actionnaires, motivation à l'origine de bon nombre de réformes après 1985. De plus, la COB interdit aux dirigeants d'accroître les rôles pendant la durée de l'offre. Enfin, la COB étendit l'obligation de

autres actionnaires de celle-ci la possibilité de céder leurs titres aux mêmes conditions. L'utilisation de cette procédure supposait donc une négociation préalable des actions de contrôle et donc, dans la majorité des cas, l'accord implicite des dirigeants de la société visée. La légalité de cette décision a été contestée. En effet, cette décision pose une obligation d'achat dont le principe n'avait été consacrée par aucune loi. De plus, la COB a fait une interprétation extensive de cette décision, considérant que la règle s'applique à d'autres hypothèses que la

cession de contrôle (changement d'activité d'une société, modification substantielle de taille, de structure financière et de perspectives de résultat d'une so

L'étude des offres publiques entre 1966 et 1987 montre qu'il y a eu en France 393 OPA ou OPE entre 1966 et 1987. Toutes ne visaient pas la prise de contrôle et la plupart étaient peu conflictuelles. D'autres modes de prise de contrôle ont également été utilisés : la négociation d'un bloc de contrôle et, surtout, le ramassage en Bourse. Cette dernière technique, qui consiste à acquérir une fraction importante du capital d'une société par achat est contraire au principe d'égalité des actionnaires. En effet, elle crée une inégalité de traitement entre les actionnaires qui ont vendu sur le marché et ceux qui ont attendu une opération rarement effectuée à un prix plus élevé. Ce procédé fut contesté une première fois en 1980, lors de la prise de contrôle dont fut l'objet la société Hachette. En quelques jours, la Banque privée de gestion financière (BPGF) réussit à acquérir plus de 40% du capital de cette société, pour céder ensuite ces actions à la société Matra. Une évolution dans le déroulement des prises de contrôle de sociétés cotées se manifeste à partir de 1985. Le changement ne réside pas dans la multiplication des offres, mais dans l'accroissement du nombre d'opérations contestées. Cinq des neuf offres contestées réalisées sur le marché parisien entre 1966 et 1987 sont postérieures à 1985. Ces évolutions montrent la nécessité d'importantes réformes des procédures de prise de contrôle. Ces importantes réformes furent réalisées à partir de 1989.

I - La réglementation boursière depuis 1985 : un principe d'égalité, égalité devant l'information et égalité devant le prix

L'étude des différentes règles édictées par le droit boursier cond
fondamentaux qui semblent s'ordonner autour de la notion d'égalité : notion d'égalité d'information, avec le principe de transparence du marché, notion d'égalité devant le prix, avec,

1 - La transparence du marché à travers l'information du public

Parmi les missions de la COB, le principe de transparence du marché revêt une importance particulière. Ce principe apparaît le corollaire d'un bon fonctionnement

La recherche de la transparence du marché passe tout d'abord par l'édition d'un certain nombre de règles concernant l'information du public. A l'obligation de communiquer au public toute information de nature à agir sur le cours (règlement n°90-02), s'ajoutent des obligations particulières en période d'offre publique. Parmi celles-ci, les déclarations d'intention revêtent une importance fondamentale. Différentes réglementations, depuis 1988, sont venues préciser les cas et le contenu de la déclaration d'intention. La loi du 2 juillet 1998 légalise les différentes dispositions figurant dans les règlements de la COB. Toute personne franchissant les seuils du dixième et du cinquième du capital ou des droits de vot

l'intention de poursuivre au cours des douze mois suivants. L'acquéreur doit préciser :

- s'il agit seul ou de concert ;
- s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre ;
- s'il entend acquérir ou non le contrôle de la société ;

La procédure de garantie de cours a pour objet de permettre aux actionnaires d'une société cotée de céder leurs titres à l'acquéreur d'un bloc de contrôle, et ce, en application du principe

On a vu dans le préliminaire que la COB, par une décision générale du 27 février 1973, avait institué le principe de garantie de cours : si une personne obtient d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires important la vente d'un bloc d'actions conférant le contrôle de la société visée, cette personne doit offrir aux autres actionnaires de celle-ci la possibilité de céder leurs titres aux mêmes conditions. Or, l'application de cette procédure n'a pas tardé à poser quelques problèmes en raison de l'absence de critères d'existence d'un bloc de contrôle. La COB mena une politique pragmatique au cas par cas en se fondant sur le contrôle de fait défini par la loi du 24 juillet 1966 : une société est réputée en contrôler une autre lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote qu'elle détient, les décisions dans une assemblée générale. L'obligation créée de plus, fortement critiquée pour deux motifs : elle créait tout d'abord une obligation d'achat, contraire à la liberté de contracter ou de ne pas contracter, liberté issue du droit civil ; elle fixait de plus le prix auquel devait se faire la transaction, règle contraire au principe de libre détermination du prix entre deux contractants. Le droit boursier apparaît ici dans son caractère dérogoire : il impose une série d'exception aux principes reconnus en droit

Différentes réformes concernant cette obligation de garantie de cours sont intervenues entre 1988 et 1992 :

Le règlement général du CMF, du 5 novembre 1998, revient à la législation initiale : la garantie de cours n'est plus une forme simplifiée de l'offre publique obligatoire, c'est une obligation

2.1 - La réforme de 1989

Intéressons-nous dans un premier temps à la réforme effectuée en 1989 :

L'article 5-4-1 du règlement général entré en vigueur le 2 octobre 1989 dispose, dans son alinéa 1 :

“ Le projet d'acquisition, d'une ou plusieurs personnes déterminées, d'un bloc de titres, susceptible de conférer le contrôle majoritaire en droits de vote, d'une société dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou à la cote du second marché ou négociés sur le marché hors cote d'une bourse de valeurs, fait l'objet d'une demande adressée au Conseil ”.

2.1.1 - Conditions de la mise en œuvre de la garantie de cours

- Parties à l'opération et société concernée :

L'acquéreur peut être toute personne, physique ou morale, agissant seule ou de concert. La majorité des cas rencontrés concerne des acquéreurs personnes morales. La qualité d'acquéreur la nationalité de l'intéressé, indifférente quant à l'application de la

Les cédants peuvent être soit une ou plusieurs personnes morales, soit une personne morale et une personne physique, soit une ou plusieurs personnes physiques.

Le passage de la ligne majoritaire doit s'apprécier en tenant compte des titres déjà détenus par l'acquéreur, ainsi que des droits de vote ou des titres du capital détenus par les sociétés qu'il contrôle (garantie de cours Alser, SBF, Avis n° 89-2848, 2 octobre 1989) ou par des personnes agissant de concert avec lui (garantie de cours Grands Moulins de Paris, SBF, Avis n°89-2888, 5 octobre 1989).

2.1.2 - Délimitation des champs d'application respectifs de l'offre publique obligatoire et de la garantie de cours

La loi du 2 août 1989 a imposé le lancement d'une offre publique en cas de franchissement du seuil d'un tiers des droits de vote. Il s'agit de déterminer les champs d'application respectifs de l'offre publique obligatoire et de la garantie de cours. En 1

l'offre publique obligatoire pouvait ne porter que sur deux tiers du capital alors que la procédure de garantie de cours concernait la totalité des titres émis. Un coût beaucoup plus faible et un libre choix du prix d'acquisition étaient à l'avantage de l'offre publique. Depuis mai 1992 et la réforme des offres publiques, les deux procédures portent sur la totalité du capital.

L'analyse des textes concernant l'offre publique et la procédure de garantie de cours fournissent des éléments quant à la détermination de leurs champs d'application respectifs. La garantie de cours est réservée à l'acquisition de titres auprès d'une personne déterminée alors que l'offre publique obligatoire vise aussi bien l'achat à personne d en bourse ou l'octroi de droits de vote double supplémentaires à la suite d'augmentation de capital ou d'attribution de droits de vote double (sauf dérogations exceptionnelles). L'offre publique concerne donc une acquisition faite au près de personnes indéterminées tandis que la garantie de cours concerne exclusivement des personnes déterminées.

Un deuxième critère de distinction est constitué par les seuils de détention de droits de vote à ation :

- en dessous du seuil de un tiers des droits de vote n'existe aucune obligation ;
- si la participation se situe entre 33% et 50% des droits de vote d'une société cotée, la seule procédure d'offre publique est susceptible de s'appliquer même si le vendeur est déterminé.
- au passage du seuil de 50%, la procédure de l'offre publique s'applique sauf si le contrôle de la société provient de l'acquisition d'un bloc de titres auprès de personnes

us les titres susceptibles de conférer, même à terme, des droits de vote. La garantie

existait précédemment. On peut noter :

- La procédure de garantie de cours est élargie au cas où l'acquisition confère la majorité du capital, et non plus seulement des droits de vote. On ne peut s'empêcher de remarquer que cette modification ne fait qu'entériner une pratique existante ; la prise du contrôle majoritaire du capital avait déjà donné lieu à la mise en œuvre d'une -451 du 11 février 1991, Banque Vernes).
- Le terme " susceptible " est supprimé, levant les difficultés d'interprétation auquel avait donné lieu le précédent texte (Affaire Galeries Lafayette et les droits de vote doubles).
- La durée de l'engagement est comprise entre dix et quinze jours de bourse ; la durée de

Il faut noter qu'aucune sanction n'a été prévue en cas de manquement à l'obligation de garantie de cours. Cela ne signifie pas qu'aucune sanction n'existe. L'action pourra être fondée sur l'article 1382 du Code Civil, organisant la responsabilité fait que cet article n'est pas prévu pour réparer un préjudice collectif ; chaque actionnaire devra agir individuellement.

2.3 - La réforme de 1998

2.3.1 - Les problèmes posés par la réglementation de 1992

L'affaire Corela-FAS, en 1993, révéla les problèmes posés par la nouvelle réglementation de 1992 :

L'offre publique sur Corela-Sogerba (1993) :

Le 31 décembre 1992, la société Forte autoroute service (FAS) acquérait la totalité du capital de ba, société non cotée, qui détenait 56,09% du capital et 64,14% des droits de

vote de la société Corela, cotée au second marché. La FAS envisageait une offre publique simplifiée réalisable par garantie de cours.

Par une décision du 3 février 1993, le CBV considérant que la société Corela ne pouvait être considérée comme une part essentielle des actifs de la société Sogerba, estimait que le prix de l'action devait être défini en application d'une approche multicritère. L'offre de la FAS fut e.

Les minoritaires attaquèrent cette décision au motif que la société Corela constituant une part essentielle des actifs de la Sogerba ; l'offre publique revêtait alors un caractère obligatoire (art. 5-4-3 du règlement) et devait, selon les minoritaires, être effectuée au prix de transparence, plus avantageux pour les minoritaires.

Par une décision du 16 juin 1993, la Cour d'Appel de Paris exposa que le règlement général ne prévoyait aucune disposition relative au mode de détermination du prix garanti aux actionnaires dont les titres doivent faire l'objet d'une offre simplifiée. En conséquence, la méthode d'évaluation multicritère prévue à l'art. 5-3-7 du règlement était applicable à toute offre publique, réalisée ou non selon la forme simplifiée. En l'espèce, le moyen tiré de ce que Corela aurait constitué une part essentielle de l'actif de Sogerba est inopérant.

La FAS a mis en œuvre une procédure de garantie de cours facultative, selon la décision du CBV. Les minoritaires de Corela cherchaient à obtenir de vendre leurs titres au prix que FAS avait payé (calcul par transparence), et, pour cela, cherchaient à démontrer le caractère obligatoire de la garantie de cours. Avant la réforme 1992, ce caractère obligatoire aurait débouché sur une procédure de garantie de cours effectuée au prix auquel la transaction ayant débouché pour la FAS sur le contrôle de Corela avait été effectuée. Or, depuis mai 1992, la procédure de garantie de cours ne constituait plus qu'une modalité simplifiée de l'offre publique. Les dispositions relatives à la détermination du prix dans le cadre d'une offre publique étaient donc applicables. La détermination du prix de l'offre simplifiée réalisée par la FAS obéissait donc à une approche multicritère. On aboutit donc à une inégalité de traitement entre l'actionnaire majoritaire, la FAS, et les minoritaires, dans la mesure où le prix payé n'est pas

Le titre V du règlement général du CMF, homologué par un arrêté du 5 novembre 1998, sépare la de cours de l'offre publique obligatoire. Ainsi, le prix de l'offre réalisée dans le cadre de la procédure de garantie de cours est désormais déterminé par référence au prix de la cession de bloc ayant débouché sur la prise de contrôle de la société garantie. Dans le cas d'espèce, si la Cour d'Appel avait reconnu le caractère obligatoire de l'offre (cas non examiné puisqu'inopérant en l'état de la législation à l'époque), les actionnaires minoritaires de FSA

Cette réforme de la réglementation du CMF fait suite à la parution de rapport Lepetit, rapport de la COB préconisant une clarification de la distinction entre le recours à une OPA ou à une garantie de cours, au nom de la protection des minoritaires.

2.3.2 - Des différences entre la procédure de garantie de cours et l'offre publique

La procédure de garantie de cours n'est donc plus désormais une forme particulière de l'offre publique obligatoire. Elle reprend ses caractères antérieurs à 1992 :

étranger ou effectuées de façon illégales.

2 - Les conséquences de ce pragmatisme

2.2 - La protection des minoritaires

La protection des épargnants a guidé de nombreuses réformes à partir de 1985 : le droit boursier a été renforcé par la création du droit protecteur des intérêts des minoritaires, comblant en cela les lacunes du droit des sociétés. Certains ont critiqué cette réglementation au nom de l'efficacité économique. La réglementation boursière en matière d'offre publique apparaît en effet contraignante, limitant ainsi le nombre d'offres publiques potentielles. De plus, elle est souvent contraire au principe de la liberté contractuelle. Aujourd'hui, cependant, le rôle des minoritaires, des petits épargnants, est salué par tous : au moment où règne une grande incertitude sur les marchés boursiers, au moment où les fonds de pension prennent une place croissante, les petits épargnants apparaissent un facteur de stabilité du marché, qu'il s'agit de favoriser. La protection des minoritaires en matière d'offre publique s'organise autour de deux modalités, l'offre publique obligatoire (1) et l'offre de retrait (2). Dans

Depuis 1960, les autorités boursières avaient élaboré un certain nombre de règles concernant les OPA et les OPE (Préliminaire). Les lacunes de cette réglementation ont entraîné l'intervention du législateur en 1989. Le législateur laisse cependant une large place aux autorités boursières : le CMF (CBV) dispose d'un large pouvoir de détermination des règles régissant les OPA ; la COB, de son côté, détermine les règles d'information des actionnaires et de protection de l'épargne.

La loi du 2 août 1989 “ sécurité et transparence du marché financier ” introduit une innovation d'importance en introduisant l'OPA obligatoire en cas de dépassement du seuil d'un tiers des droits de vote dans une société cotée.

La réglementation mise en place en 1989, par deux arrêtés du 28 septembre homologuant le nouveau règlement général du CBV et le nouveau règlement de la COB pris en application de la loi du 2 août (2.2.1.1), sera modifiée une première fois en mai 1992 (2.2.1.2), une deuxième fois, mais de façon plus limitée, en novembre 1998 (2.2.1.3).

2.2.1.1 - La réglementation issue de la loi du 2 août 1989

On s'intéressera tout d'abord aux cas de déclenchement de l'offre obligatoire avant , plus brièvement, la procédure de l'offre publique.

a- Les cas de déclenchement de l'offre obligatoire

La création d'une offre publique d'achat obligatoire est une innovation majeure en droit français. En vertu de l'article 34 de la Constitution de 1958, cette innovation était réservée au législateur. En effet, l'article 34 de la Constitution dispose :

-à-dire dans le cas présent par une loi.

Le principe de l'offre obligatoire ne figurait pas dans la première version du texte de loi, le législateur laissant le soin au CMF (CBV) de déterminer les règles de déroulement des OPA. Cependant, afin de ne pas s'exposer aux critiques qu'avait suscitées l'introduction du principe de maintien de cours au moyen d'un simple arrêté ministériel, le législateur préféra introduire directement le principe d'une offre publique obligatoire dans le texte de loi lui-même. Le choix du seuil et de la quantité de titres à acquérir furent, en revanche, laissés au libre choix du CMF (CBV).

avait opposé la société Chargeurs S.A et le président de la société convoitée, il était apparu que ce dernier avait acquis en bourse plus de 33% du capital de Prouvost S.A. Il paraissait donc bien nécessaire d'imposer le déclenchement d'une offre publique en cas de dépassement du seuil d'un tiers du capital pour empêcher une prise de contrôle furtive.

- Le seuil est fixé en tenant compte de l'action de concert et des droits de vote ou du capital.

- Modalité de franchissement de seuils :

Selon certains auteurs, l'offre publique ne devrait être imposée qu'à la suite d'une acquisition
interprétation du terme " acquisition " avait donné lieu à plusieurs
contentieux :

L'interprétation extensive du terme " acquisition " avait conduit à se demander si la mise en concert de plusieurs actionnaires détenant à eux tous plus d'un tiers des droits de vote aboutissait à une offre publique obligatoire. Le problème s'était posé à la suite de l'examen de la convention conclue entre les actionnaires de la Compagnie de Navigation Mixte, Paribas, Crédit Lyonnais, Allianz A.G, Société Générale et Société
représentaient ensemble 61,98% du capital. Le CBV a jugé que les signataires de la convention n'étaient pas tenu au dépôt d'une offre, tant que l'équilibre actuel des participations n'était pas
-3437 du 22 octobre 1990).

- Les autres cas de déclenchement d'une offre publique obligatoire :

- Procédure de l'article 5-3-3 :

" Les personnes physiques ou morales agissant seules ou de concert sont tenues au respect de l'obligation définie à l'article 5-3-1 lorsque, en prenant le contrôle d'une société, elles viennent à détenir, directement ou indirectement, plus du tiers des titres de capital ou plus du tiers des droits de vote aux assemblées générales d'une société française dont les titres sont inscrits en cote officielle ou à la cote du second marché, dès lors que les titres détenus par la société dont le contrôle est pris représentent une part essentielle de ses actifs ".

Cette formule permet de mettre à l'abri de l'offre obligatoire les acquisitions des activités industrielles ou commerciales propres ainsi que de sociétés holding détenant plusieurs participations équivalentes. Le problème va résider dans l'appréciation de l'expression

“ part essentielle de ses actifs ” : on peut estimer qu’une participation est essentielle dès lors qu’elle représente plus de la moitié des actifs de la société acquise.

- Procédure de l’article 5-3-4 :

“ L’obligation prévue à l’article 5-3-1, s’applique aux personnes physiques ou morales agissant seules ou de concert, qui détiennent, directement ou indirectement, un nombre compris entre le tiers et la moitié du nombre total des titres de capital ou des droits de vote d’une société et augmente, dans un laps de temps inférieur à un an, le nombre des titres de capital ou des droits de vote qu’elles détiennent d’au moins 2% du nombre total de titres du capital ou des droits de vote de la société ou viennent à en acquérir la majorité absolue de ce nombre total ”.

Deux cas sont visés ici : le franchissement du seuil de la majorité absolue et la vitesse d’acquisition pour des actionnaires possédant entre un tiers et la moitié des droits de vote.

- Les exceptions à l’offre publique obligatoire :

Le CMF (CBV) peut accorder des dérogations à l’obligation de déposer une offre publique. Ces dérogations existent dans huit situations que l’on peut résumer ainsi :

- Augmentation de la participation en droit de vote, consécutive à une fusion, un apport partiel ou une réduction du capital ; dans ces trois cas, le passif.
- Détention du contrôle de fait par l’initiateur, préalable au franchissement de seuil.
- Cadre de la procédure de garantie de cours : si l’initiateur se propose d’acquérir auprès de n bloc de contrôle, il est dispensé de l’offre publique obligatoire mais doit engager une procédure de garantie de cours.

2.2.1.2 - La procédure de l’offre publique

• Procédure normale :

- Le dépôt du projet d’offre :

- L’initiateur doit disposer de la garantie d’un établissement bancaire.
- Il doit déposer auprès du CMF (CBV) un dossier qui explicite l’objectif poursuivi, le prix offert ou la parité d’échange.
- A la réception du dossier, la SBF suspend la cotation du titre. L’initiateur doit établir un projet de note d’information soumis au visa de la COB.

- La gestion de l’offre :

* Agrément du CMF (CBV) :

Le CMF (CBV) dispose de cinq jours de bourse pour se prononcer sur la validité de l’offre. Il se prononce, en particulier, sur la recevabilité du prix proposé, qui doit être déterminé selon une approche multi-critères. Parallèlement la COB se prononce sur le projet de note d’information. La

CMF (CBV) peut être attaquée devant la Cour d’Appel de Paris. L’avis d’agrément du CMF (CBV) précise le délai offert aux détenteurs des titres pour répondre à l’offre. Ce délai ne peut être inférieur à 20 jours.

* Transaction en bourse :

La reprise des cotations intervient deux jours après la publication de l’avis de recevabilité du CMF (CBV). Les différents intervenants ne sont pas totalement libres d’intervenir en bourse :

- L'initiateur d'une OPA peut intervenir sur le marché mais s'il se porte acquéreur pour un prix supérieur à son prix d'offre, il doit relever celui-ci d'au moins 2% (art. 5-2-25). L'article 5-2-25 du règlement général constitue une évolution par rapport à l'ancienne règle qui n'édicteait une obligation de relèvement de l'offre que dans le cas d'un achat d'une quantité " significative " de titres.

- L'initiateur d'une OPE et, plus généralement, les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent intervenir sur le marché des titres des sociétés concernées. C'est l'OPE de Louis Vuitton sur Veuve Cliquot, en novembre 1986, qui est à l'origine de l'introduction de cette disposition. A cette occasion, la COB avait remarqué que l'intervention massive à l'achat des initiateurs sur le marché des actions des sociétés visées créait une inégalité de traitement entre actionnaires : " elle permet à certains d'être réglés en espèce immédiatement alors que ceux qui répondent favorablement à l'échange ignorent la valeur exacte que les titres qui leur sont

- Un certain nombre de personnes doivent déclarer leurs acquisitions quotidiennement à la SBF, qui en assure la publication.

- La société visée ne peut racheter ses titres ni augmenter les participations d'autocontrôle.

* L'offre concurrente :

Tout tiers peut proposer une offre concurrente au plus tard dix jours de bourse avant l'échéance de l'offre. Cette offre concurrente ne peut être de nature différente que la précédente. Le prix proposé doit être supérieur d'au moins 2% au prix de l'offre précédente sauf si le deuxième initiateur supprime la condition d'un nombre minimal de titres en réponse.

L'initiateur peut également surenchérir sur sa propre offre, au plus tard 10 jours avant l'échéance de l'offre, sans condition de prix (l'ancienne réglementation comportait une obligation de surenchérir d'au moins 5%).

* Résultat de l'offre :

Le CMF (CBV) publie le résultat de l'offre. Si la condition éventuellement fixée par l'initiateur du nombre minimal de titres n'est pas remplie, l'initiateur peut choisir de conserver les titres apportés ou de les restituer (cette condition ne peut être posée en cas d'offre publique obligatoire). Tant que les résultats de l'offre ne sont pas publiés, l'initiateur ne peut ni céder ses

- Procédure simplifiée :

- Conditions d'utilisation :

- L'initiateur détient déjà les deux tiers de la société et souhaite prendre le contrôle total. Ce cas d'utilisation était le cas unique d'utilisation de la procédure simplifiée avant 1989.

- L'offre est limitée à l'acquisition d'une participation au plus égale à 10% du capital de la société visée, compte tenu des titres déjà détenus, directement ou indirectement.

- L'offre est une offre de rachat par l'entreprise de ses propres actions.

- L'offre porte sur des obligations ou des bons donnant accès à des titres de créance autres que des obligations convertibles en actions, des titres participatifs ou valeurs assimilées.

- Procédure :

Les principales dispositions dérogeant au régime commun sont les suivantes :

- La durée de l'offre est comprise entre dix et quinze jours de bourse contre vingt dans le cadre de la procédure normale.

- L'initiateur doit faire connaître dans sa lettre de présentation les raisons de son offre et les conditions dans lesquelles les détenteurs de titres qui ne répondront pas positivement à l'offre resteront, selon le cas échéant, associés ou créanciers de la
- L'initiateur doit s'engager auprès du CMF (CBV) à ne pas intervenir sur le marché (offre de participation ou offre de rachat de ses propres actions).

offre publique obligatoire, quelque soit la structure de l'actionnariat, ne rend guère possible une modification du seuil de déclenchement de l'offre publique.

- Les affaires Printemps et Perrier :

- L'affaire Printemps : les différences de traitement de l'offre publique obligatoire et de la

L'affaire Printemps (1991)

La cession de contrôle du Printemps, en novembre 1991, se fit dans des conditions controversées. Suite à l'acquisition par la société PINAULT auprès du groupe familial Maus-Nordmann de 40% des droits de vote de la société PRINTEMPS, une offre portant sur les deux tiers du capital de la société a été présentée aux actionnaires du Printemps conformément au -3-3 du règlement du CBV.

Or, le cédant du bloc était majoritaire avec 56% des droits de vote. Les actionnaires minoritaires ont alors contesté la décision du CBV pour obtenir une garantie de cours portant sur 100% de la société visée. Les minoritaires faisaient valoir que c'était par une fraude à leurs droits que le vendeur et l'acquéreur s'étaient entendus pour ramener le franchissement du seuil de 50% des droits de vote à seulement 37,3% par une mise au porteur de titres nominatifs, au moment de la cession, et la scission du bloc en deux parties.

La COB soutenait la position des actionnaires minoritaires, en considérant que l'entente réalisée entre les parties en vue d'éviter à l'acquéreur de franchir le seuil majoritaire en droits de vote du Printemps pouvait être jugée irrégulière en droit ; du point de vue de l'équité, on pouvait en effet estimer que cet accord avait eu pour effet de rompre l'égalité de traitement entre les actionnaires du Printemps. En effet, les minoritaires n'ont pas pu obtenir les mêmes conditions de cession que le groupe familial Maus-Nordmann ; le cédant majoritaire a pu vendre la totalité de ses titres (une partie par cession de bloc, une partie au cours de l'offre publique) et les minoritaires n'ont pu céder au même prix qu'environ un titre sur deux. Par une décision du 10 mars 1992, la Cour d'Appel a rejeté le recours des minoritaires en considérant que c'était par une transaction exempte de fraude que la société PINAULT avait indirectement acquis un bloc lui conférant 37,31% des droits de vote.

Le déclenchement d'une offre publique est obligatoire à partir du dépassement du seuil d'un tiers des droits de vote. La procédure de garantie de cours s'ouvre à partir du dépassement du seuil de 50% des droits de vote, dépassement effectué selon des modalités spécifiques. Les effets de ces deux opérations diffèrent : la procédure de garantie de cours apparaît plus coûteuse et plus contraignante puisqu'elle porte sur la totalité du capital. obligatoire, elle, que sur les deux tiers du capital. Les opérateurs cherchent donc à faire glisser

L'affaire Printemps illustre cette pratique : bien que la Cour d'Appel ait refusé de considérer que la prise de contrôle du Printemps par Pinault était irrégulière, il semble que le groupe Pinault avait fait en sorte d'acquérir moins de 50% des droits de vote pour ne pas être obligé de procéder à une garantie de cours. Un certain nombre d'autres affaires illustrent cette pratique : l'acquisition d'un bloc de titres effectuée par les Galeries Lafayette de concert avec le CCF a permis aux Galeries Lafayette de porter sa participation dans Nouvelles Galeries à 47,2% des y, jusque là principal actionnaire des Nouvelles Galeries a tenté de faire valoir que les Galeries Lafayette, dans un délai de deux ans, étaient assurées de détenir plus de 50% des droits de vote par le biais du doublement des droits de vote. Pour la té Devanlay, les Galeries Lafayette devaient mettre en œuvre une garantie de cours portant

sur la totalité des actions et non pas une simple offre publique portant sur les deux tiers des actions. Nous avons déjà vu que la Cour d'Appel, par un arrêt du 24 j la position de la société Devanlay (&1.II.B.1.1). Cette affaire illustre cependant une nouvelle fois la stratégie utilisée par les opérateurs pour prendre le contrôle d'une société sans avoir à mettre urs. Ceci était permis par la disparition de la notion du contrôle de fait au profit de la notion de contrôle majoritaire en droits de vote.

La juxtaposition de deux procédures (offre publique obligatoire et garantie de cours) répondant rise de contrôle (ramassage en bourse et acquisition d'un bloc de contrôle) posait donc des problèmes d'application : la stratégie des opérateurs consistant à éviter la procédure de garantie de cours allait à l'encontre de l'objectif d'égalité des actionna par les autorités boursières.

- L'affaire Perrier :

Les offres publiques sur les sociétés Exor et Perrier ont donné lieu à un abondant contentieux.

L'affaire Perrier (1991-1992) :

- 28 novembre 1991 : Ifint (13,54% du capital d'Exor en octobre 1991 ; elle fait partie du groupe Agnelli) dépose un projet d'OPA portant sur les deux tiers de Exor.
- 5 décembre 1991 : offre d'Ifint portant sur la totalité des actions d'Exor.
- 10 décembre 1991 : enquête de la COB établissant l'existence d'un pacte, conclu le 30 septembre 1987, entre Exor (26,36% de Perrier), Ominco (6,32% de Perrier, filiale d'Exor et de Geneval) et Geneval (0,48% de Perrier). Il y avait donc action de concert entre les sociétés Exor et Perrier.
- 19 décembre 1991 : avis du CBV, selon lequel Exor, Ominco et Geneval étaient tenues, dès le 30 mai 1990, au dépôt d'une offre publique visant la société Perrier.
- 23 décembre 1991 : nouvel avis du CBV indiquant que le seuil du tiers avait été franchi dès 1987 par le concert formé par Exor, Ominco et Geneval, date à laquelle le franchissement du seuil du tiers n'entraînait pas l'obligation de déposer une offre. Une dérogation est accordée pour les titres acquis dans une proportion supérieure à 2% entre le 1er janvier et le 30 août 1990 au motif que, compte tenu de l'action de concert datant de 1987 entre Exor et Perrier, Exor exerçait, depuis 1987, un contrôle de fait sur Perrier (voir les cas de dérogation à l'offre publique &2.II.A.1.1.1).
- 26 décembre 1991 : ouverture de l'offre publique d'achat d'Ifint sur Exor.
- 6 janvier 1992 : cession à Saint-Louis (détenue par le groupe Worms et le groupe Agnelli) de la totalité des titres Perrier détenus par la SPG, sous-filiale à 100% de Perrier. SPG détenait des actions d'autocontrôle à hauteur de 13,82%. Saint-Louis déclare agir de concert avec Exor, Geneval et Ominco à l'égard de Perrier.
- 9 janvier 1992 : avis annonçant le franchissement de seuil dans Source Perrier par les concertistes, consécutif à la cession des actions d'autocontrôle à Saint-Louis. Une dérogation à l'obligation de lancer une offre est sollicitée au CBV.
- 16 janvier 1992 : refus du CBV d'octroyer une dérogation ; appel de cette décision interjeté par Exor et demande de sursis à exécution de la décision du CBV.
- 20 janvier 1992 : Demilac, filiale commune de Nestlé et Suez, dépose un projet d'OPA sur Perrier au prix de 1400F l'action. Nestlé et Demilac assignent en justice Exor et ses alliés pour faire prononcer la suspension pendant une durée de 5 ans du total des droits de vote Perrier détenus par ces sociétés, en raison du défaut de déclaration de franchissements de seuils (voir I.A.3, les sanctions). Les mêmes sociétés assignent en justice Saint-Louis en annulation de la cession des actions d'autocontrôle intervenue le 6 janvier.

(anciennement détenue par la société Perrier) par BSN. Exor est devenue la propriété des Agnelli et Roquefort (Perrier), la propriété du Crédit Agricole.

Si le protocole d'accord apparaît satisfaisant pour les opérateurs de sort des minoritaires paraît moins favorable. Pour un coût raisonnable, Nestlé et BSN ont pu contrôler le marché de l'eau minérale français. La famille Agnelli a réalisé une belle opération
noritaires de Perrier ont bénéficié d'une importante plus-value. Les minoritaires d'Exor, en revanche, semblent lésés par l'opération : le prix de l'OPA -estime nettement la participation d'Exor dans Perrier.

Cette affaire montre l'effet désastreux de la législation limitant à 66% la part du capital sur laquelle doit porter une offre publique obligatoire. En effet, le clan Agnelli n'a déclenché ses OPA, sur Exor d'abord, sur Perrier ensuite, que contraint par la législation
procédure d'offre publique obligatoire apparaît donc une demi-mesure : en rendant obligatoire le lancement d'une offre publique sans faire porter l'offre publique sur la totalité du capital, la

démanteler la société cible pour revendre les activités secondaires qui ne les

- Les OPA à 100% risquent de se traduire par un prix d'acquisition plus bas, ce qui est défavorable aux minoritaires, en raison du coût
- Les OPA à 100% aboutissent à un appauvrissement de la cote.

Le changement du seuil objectif a eu deux conséquences : d'une part, une augmentation du pourcentage de titres qu'il incombe de viser à tout acquéreur, d'autre part, une modification sensible de l'assiette de calcul. L'offre publique instaurée par la loi du 2 août 1989 pouvait ne

ue obligatoire : désormais, le franchissement du seuil du tiers, en droit de vote ou en capital, conduit au dépôt d'une offre publique (auparavant cas limité au franchissement en droits de vote).

c - Les autres modifications

Les autres modifications apportées au règlement général du CBV sont mineures :

- Changement de nature de la procédure de garantie de cours :

Le changement du seuil objectif en cas d'offre publique aboutit à faire de la procédure de garantie de cours une simple modalité simplifiée de

- Création de cinq cas d'offre publique simplifiée au lieu des quatre cas prévus par la loi du 2
 - L'offre de " fermeture ", que seul l'actionnaire détenant au moins les deux tiers du capital et des droits de vote pouvait mettre en œuvre, est désormais recevable à partir de la moitié du capital et des droits de vote.
 - L'offre de " participation " qui tend à la constitution d'un bloc de 10% des droits de vote, est maintenue exactement dans les mêmes termes.
 - L'offre de rachat par la société de ses propres actions est également maintenue.
 - Les offres publiques sur titres de créances et de bons font désormais l'objet d'un chapitre distinct.
 - L'offre tendant à l'acquisition d'actions à dividende prioritaire, de certificats d'investissement ou de certificats de droits de vote constitue désormais un cas

-ci. Cette disposition vise à favoriser le succès des offres publiques, en laissant à l'initiateur de l'offre toute la durée de l'offre pour s'adapter à la réaction du marché et éventuellement augmenter son prix en cas de dépôt d'une offre concurrente ou dans le cas où le taux de réponse à

2.2.1.3 - La réforme opérée en 1997-98

a - Le débat

La réglementation française des offres publiques a fait l'objet d'un examen depuis 1996, examen qui s'est traduit en novembre 1998 par un nouveau règlement du CMF. Ce nouvel examen de la réglementation des offres publiques s'est effectué sur une proposition de Jacques Chirac. Ce dernier, estimant que les entreprises françaises sont plus vulnérables que d'autres à des prises de contrôle d'une législation plus protectionniste. Pour le Président de la République, il s'agissait d'envisager divers procédés permettant aux entreprises de mieux déceler les attaques et de mieux s'y préparer. Au cours des mois précédant la demande de Jacques Chirac, un certain nombre d'OPA hostiles avaient défrayé la chronique : Docks de France, Casino, Worms, AGF ; ces OPA hostiles, menées avec succès, montraient la faiblesse des différentes défenses à la disposition des sociétés cibles.

me cherche à résoudre un faux problème. Les prises de contrôle hostiles sont, en effet, extrêmement limitées en France. Une réglementation comportant des dispositions anti-OPA trop rigoureuses nuirait à l'efficacité économique. La réaction de François Gontier, directeur général administrateur de Verneuil France, va dans le même sens : une nouvelle législation, reprenant les dispositions contraignantes évoquées par le chef de l'Etat, retarderait les indispensables restructurations.

Pour ce qui nous concerne ici, une modalité technique a été envisagée pour permettre une meilleure organisation d'une éventuelle défense de la société cible en cas d'offre hostile. Il s'agit d'une durée de quinze à vingt-cinq voir quarante jours de bourse. Cette proposition soulève une question : faut-il donner avantage à l'attaquant ou à la cible ? En allongeant la durée de l'offre publique, on donne avantage à la cible, qui dispose alors du temps nécessaire pour organiser sa défense. D'autre part, d'autres modalités existent. En Grande-Bretagne, une OPA peut être conditionnelle (en France, principe de l'irrévocabilité de l'offre). La prolongation de l'offre est alors possible si l'équipe dirigeante de la société cible met en œuvre une défense, imposant une révision des termes de l'offre initiale.

b - Les modifications apportées à la réglementation des OPA

Les modifications apportées à la réglementation des OPA, par l'arrêté du 5 novembre 1998, homologuant le règlement général du CMF sont finalement peu importantes :

- Modification des cas de dépôt d'offre publique obligatoire :

L'offre publique n'est plus obligatoire lorsque le seuil de 50% du capital ou des droits de vote est atteint par -5-4, les personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert, détenant un nombre compris entre un tiers et la moitié du nombre total des titres de capital ou des droits de vote, qui augmentent le nombre de titres de capital ou des droits de vote qu'elles détiennent d'au moins 2% du nombre total des titres de capital ou des droits de vote d'une société, sont tenues au dépôt d'une offre publique. Ainsi, la suppression de l'obligation de dépôt d'une offre publique au passage du seuil des 50% s'applique, dans les

Rallye, en 1997. Le 6 mars 1997, sur le fondement de l'article 5-4-6 (b) de son règlement général, le CMF avait accordé à Rallye une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat à l'occasion de l'acquisition de droit (art. 800 du 6 mars 1997), Rallye ayant pris l'engagement de procéder dans un délai de dix-huit mois au reclassement des droits de vote excédant le seuil du tiers. Le 1 septembre 1997, Promodes déposait un projet d'offre publique sur les sociétés Rallye et Casino. Ce projet, déclaré recevable par le CMF le 8 septembre 1997, modifiait les conditions de détention des titres Casino par Rallye. Rallye ne voulait donc plus se séparer des titres excédant le seuil du tiers. Le CMF avait de savoir si ce refus de procéder au reclassement des titres constituait un cas de déclenchement de l'offre publique obligatoire, dans la mesure où il n'y avait pas eu de nouveau franchissement du seuil du tiers. L'affaire s'est finalement résolue par l'offre publique volontaire de Rallye sur les titres Casino, le 12 septembre 1997, sans qu'il n'y est eu de réponse au problème posé. La nouvelle rédaction du règlement général du CMF résout la

conditions qui sont rendues publiques ” ; ainsi, le changement de politique du bénéficiaire de l'autorisation pourrait entraîner une suspension de l'autorisation du CMF et le dépôt d'une offre publique obligatoire.

L'article 5-5-5 indique les cas où le CMF peut constater qu'il n'y a pas matière à dépôt d'une offre publique alors même que le franchissement de seuil, entraînant normalement une offre publique, a été effectué. Il s'agit des cas où une ou plusieurs personnes franchissant le seuil de déclenchement de l'offre publique déclarent agir de concert :

- avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà la majorité des droits de vote ;
 - avec un ou plusieurs actionnaires détenant entre un tiers et 50% des droits de vote ;
- condition que ceux-ci conservent une participation plus élevée et qu'à l'occasion de cette mise en concert, ils n'acquièrent pas plus de 2% des droits de vote ;

En pratique, si l'offre est amicale, elle est ouverte après la publication de la note commune et se termine 25 jours de bourse après cette publication. Si l'offre est inamicale, l'offre est ouverte

après la publication de la note de l'initiateur et s'achève 25 jours après la publication de la note de la cible.

Cet allongement de la durée de la cible vise à permettre aux sociétés attaquées de mieux préparer leur défense, en trouvant un éventuel chevalier blanc, qui lancerait concurrente à l'offre d'achat hostile. Certains s'interrogent sur la réelle efficacité d'un tel allongement de la procédure, les 15 jours supplémentaires ne permettant pas nécessairement à la c, mais autorisant toutefois, un nouveau chevalier noir (initiateur d'une offre publique hostile) à se déclarer.

2.2.2 - L'offre publique de retrait (OPR)

L'offre publique de retrait constitue, avec le dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique, l'une des deux nouvelles procédures instituées par la loi du 2 août 1989 sur la sécurité et la transparence du marché financier. Cette procédure sera mise en œuvre par le nouveau règlement

2.2.2.1 - La règle posée par la loi du 2 août 1989

a - Définition et historique

L'offre publique de retrait s'entend :

- d'une part, comme la faculté offerte aux actionnaires minoritaires de vendre leurs actions ;
- d'autre part, comme l'obligation qui pèse sur un ou plusieurs actionnaires majoritaires agissant de concert d'acheter, dans certains cas de figure, les titres détenus par les actionnaires minoritaires.

Bien qu'elle fasse pour la première fois l'objet d'une réglementation, c'est une procédure qui a u cas par cas, la plupart du temps par des actionnaires venant à détenir la quasi-totalité du capital d'une société.

Ce droit de retrait a joué pour la première fois au profit des actionnaires minoritaires des sociétés oritaire, la société Renault, souhaitait que ces deux filiales soient radiées de la cote. La COB obtint l'engagement de Renault, jusqu'à la radiation effective de la cote, d'intervenir, si nécessaire, sur le marché des actions de ses filiales, de manière que leur cours ne descende pas en deçà d'un niveau convenu.

En 1978, les actionnaires minoritaires de Chrysler-France bénéficièrent du droit de se retirer après que l'actionnaire principal, Chrysler Corporation, a apporté sa participation de 99,6% à PSA Peugeot-Citroën.

Une telle procédure a été imposée par la COB à de nombreuses reprises, essentiellement dans les cas suivants :

- radiation de la cote de l'ensemble des titres du capital de la société : affaires Renault (1977), Reti (1980), Fininvest (1980), Berton et Sicard (1981) ;
- apport d'une participation représentant 99,6% du capital d'une société : affaire Chrysler France (1978) ;
- suppression de dividende décidée par la société mère : affaires Cofica et Locabail (1979) ;
- lorsque le capital d'une filiale d'une société cotée est essentiellement constitué par une participation indirecte dans celle-ci et que la société mère a fait l'objet d'une offre publique (affaire Focep, 1979) ;

que l'actionnaire considéré détient plus de 95% des droits de vote mais moins de 95% du capital.

- Les circonstances ayant présidé à la détention d'au moins 95% des droits de vote sont indifférentes : l'OPR peut être mise en œuvre que la détention de plus de 95% des droits de vote résulte d'un acte volontaire de l'actionnaire, de la décision d'un tiers (ainsi, un tiers possédant un droit de vote double et cédant ses titres, provoquant la réduction du nombre de droits de vote en circulation), ou d'un processus mécanique (doublement des droits de vote au bout de deux ans de
- La détention n'a pas à être durable. Il faut et il suffit qu'au moment où l'actionnaire minoritaire saisit le CMF (CBV), le niveau de détention soit d'au moins 95% des droits de vote, quelle que soit l'évolution ultérieure de l'échelle de cette participation. Ainsi, fin 1990, le groupe AXA avait dû lancer une OPR au profit des actionnaires minoritaires de la société IFD, bien qu'entre la saisine du CBV et la décision de celui-ci, le niveau de participation soit redescendu de 95,02% des droits de vote à 85%
-3885, 4 décembre 1990).
- Un actionnaire unique, mais aussi des actionnaires agissant de concert peuvent être contraints de déposer un projet d'OPR. La " technique du " parking " apparaît ici

* Conditions tenant à l'actionnaire minoritaire :

- Les titres qui doivent être détenus sont les actions ordinaires ou les certificats de droits de vote. En revanche, la détention de certificats d'investissement dividende prioritaire ne permet pas de demander la mise en place d'une OPR.
- Le terme " détention " peut avoir de multiples sens : on peut lui donner le sens qu'il revêt en droit des biens, le titulaire d'un mandat de gestion, l'usufruitier (...) seront qualifiés de détenteur du titre. Une lecture moins juridique du terme considérerait que le détenteur du titre est le propriétaire ou le possesseur des titres considérés, le nu-propriétaire pourrait alors demander la mise en place d'une OPR.

* Conditions tenant au Conseil des Bourses de Valeurs :

La demande de l'actionnaire est adressée au CMF (CBV). Celui-ci va procéder aux vérifications nécessaires (art. 5-5-2). Il va donc vérifier la satisfaction des conditions tenant à l'actionnaire majoritaire comme à l'actionnaire minoritaire.

ionnaires de la société avant l'ouverture de l'offre de la société Arjomari-Prioux, avait fait part de la détermination qui était celle de l'initiateur de l'offre, en cas de succès de celle-ci, de demander la radiation de la cote officielle des Papeteries Canson et Montgolfier. Le Conseil a alors estimé que les actionnaires de la société avaient été bien avertis des risques qu'ils prenaient, en ce qui concerne le marché de négociation de leurs titres et la liquidité de ce marché, en n'apportant pas leurs titres en réponse à l'offre ". Cette procédure n'est, en effet, pas destinée à ouvrir une " cession de rattrapage " aux actionnaires ayant refusé d'apporter leurs titres à une offre publique antérieure.

- Si la demande est reçue, le CMF (CBV) transmet à l'émetteur la demande et examine le projet d'offre publique que cet émetteur doit lui déposer. Le CMF (CBV) écarte en particulier les offres dont le prix est jugé trop faible. Le CMF (CBV) examine au cas par cas, en fonction des circonstances, le juste prix de l'offre publique :

- * Ainsi, le CMF (CBV) refusera que l'offre de retrait soit faite à un prix sensiblement inférieur à celui choisi pour une offre publique d'achat effectuée

- * L'approche suivie doit être une approche multicritère, combinant les cours de bourse passés, les dividendes versés par la société, l'actif net réévalué... Cette dernière règle a été rappelée récemment par un arrêt de la Cour d'Appel de Paris du 3 juillet 1998 lors de l'affaire Géniteau c/ Sté Suez-Lyonnaise des Eaux et autres : " S'agissant des méthodes d'évaluation, la recherche de l'indemnisation juste et équitable par l'initiateur de l'offre sous le contrôle du

proposent de transformer la société en commandite par actions (SCA).

La structure de la commandite par actions connaît un renouveau en raison des conditions particulières de prise de décision au sein de ce type de société rendant la société difficilement opérable. Le commandité peut en effet bloquer toute modification statutaire : si les décisions se prennent parmi les commanditaires aux mêmes conditions de majorité que dans une société anonyme (SA), l'accord de tous les commandités est nécessaire pour toute décision (à l'exception de la transformation de la SCA en SA où seul l'accord de la majorité des commandités est nécessaire). Cette structure est ainsi utilisée dans le groupe Lagardère, le groupe Michelin,... De plus, le commandité, sauf destitution judiciaire pour motif légitime, est irrévocable. Une offre publique hostile apparaît donc peu envisageable.

On a vu qu'à la suite de la transformation en SCA de la société La Carbonique en 1987, la COB avait demandé à ce qu'une procédure de maintien de cours soit organisée au profit des actionnaires minoritaires. Cette solution s'impose désormais de façon systématique. Le déclenchement d'une OPR se justifie par le fait que la transformation en SCA prive les actionnaires d'une valorisation éventuelle de leurs actions dans le cadre d'une éventuelle procédure d'offre publique d'achat ou d'échange. De plus, les actionnaires ne bénéficient plus du pouvoir de gestion dont ils bénéficiaient auparavant (changement des conditions des prises de décisions collectives).

* Conditions de mise en œuvre de la procédure de l'offre publique de retrait :

- Transformation de la société en commandite par actions.

- Présence d'un actionnaire majoritaire : il faut qu'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés détiennent plus des deux tiers des droits de vote et proposent la transformation de la société en commandite par actions. Ce seuil des deux tiers des droits de vote est à mettre en relation avec les conditions de majorité dans une société anonyme en assemblée générale extraordinaire. Dans le cas où la transformation en commandite par action ne résulterait pas de la proposition d'un ou plusieurs actionnaires détenant plus de deux tiers des droits de vote, l'offre publique de retrait ne serait pas fondée sur l'article 7-2-4 du règlement général. C'est la voie qui a été suivie lors de la transformation de la société Pechelbronn en commandite par actions ; l'actionnaire majoritaire détenait un peu plus de 50% des droits de vote, aussi l'offre publique de retrait fut-elle fondée sur l'article 7-2-5 du règlement général et non sur l'article 7-2-6 (SBF, Avis n° 89-3402, 21 novembre 1989).

* Rôle du Conseil des Bourses des Valeurs :

Les actionnaires majoritaires doivent, dès l'adoption par l'assemblée générale extraordinaire de la résolution tendant à la transformation de la société, déposer un projet d'OPR auprès du CMF (CBV).

La mission du CMF (CBV) est de veiller à l'observation de la prescription édictée par le règlement général et de se prononcer sur la recevabilité de l'offre publique. Le CMF (CBV) ne dispose d'aucune liberté d'appréciation pour la mise en œuvre de ce cas de retrait.

- L'offre publique de retrait initiée en cas de modification significative des statuts, des actifs, des activités ou de la politique de distribution d'une société cotée :

Selon l'article 7-2-5 du règlement général du CBV, une offre publique de retrait doit être mise en œuvre, si le CBV le juge nécessaire, lorsque les personnes qui contrôlent une société dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou à la cote du second marché :

“ se proposent de soumettre à l’approbation d’une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment de celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi

“ lorsqu’ils décident le principe de l’apport de la totalité ou du principal des actifs à une autre société, de la réorientation de l’activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toutes rémunérations des titres de capital ”.

Ici, le règlement général a été au-delà de la délégation confiée par l’article 15 de la loi du 2 août 1989 qui ne prévoit d’offre publique de retrait que lorsque les actionnaires détiennent un certain pourcentage des droits de vote ou lorsqu’une société se transforme en commandite par actions. Il convient de noter, cependant, que les hypothèses envisagées ici sont, quant à leurs effets, tout à fait comparables à la transformation d’une société en commandite par actions. La procédure de retrait prévue à cet article est donc tout aussi dénuée de valeur juridique que l’absence de cours avant la réforme de 1989. Les conséquences de cette illégalité conviennent d’être nuancées dans la mesure où le retrait prévu à l’article 7-2-5 du règlement général paraît dépendre de l’actionnaire de contrôle quant à sa mise en œuvre.

L’article 7-2-5 prévoit deux hypothèses de retrait, lesquelles obéissent à des règles communes :

* Retrait du fait de modifications statutaires significatives :

Il convient de s’interroger sur la nature des modifications significatives susceptibles d’entraîner une OPR. Le CMF (CBV) a dressé une liste non limitative des modifications susceptibles d’entraîner le déclenchement d’une OPR :

- Changement de forme sociale : dans l’affaire Frandev (avis n° 90-3464 du 24 octobre 1990), la procédure d’OPR a été requise suite à l’approbation par l’assemblée générale extraordinaire de l’abandon du statut de société d’investissement à capital fixe et de la réorientation de l’activité

- Modification des conditions de cession et de transmission de titres de capital.

- Modification des droits attachés aux titres du capital ; ainsi, par exemple, la suppression d’une clause relative au dividende statutaire.

- La fusion de deux sociétés ne suffit pas, en soi, à donner lieu à une offre publique de retrait préalable sur les titres de la société cotée. En revanche, l’absorption d’une société cotée par une société non cotée donne lieu à une OPR (Manurhin et Moteurs Duvant, avis n°90-3013 et n°90-1693). Cette solution paraît s’imposer par la modification significative des conditions de détention des actions pour les minoritaires suite à la fusion.

* Retrait du fait de modifications économiques et financières :

Ces changements sont facteurs de retrait uniquement s’ils sont significatifs bien que le texte ne le précise pas. Ainsi, pour la société CEM, l’arrêt de toute production de nouveaux crédits automobiles et le recentrage de l’activité sur la gestion de l’encours des crédits existants justifie le retrait (avis n°90-1063, 20 avril 1993). De même, l’apport de l’essentiel des actifs (Arjomari-Prioux, SBF, Avis n°90-3963, 18 décembre 1990),...

Les règles communes à ces deux cas de retrait sont les suivantes :

* L’actionnaire de contrôle :

Le CMF (CBV) peut imposer une OPR aux actionnaires qui contrôlent une société cotée dans les cas précités : il convient de s’intéresser à la notion de contrôle, dont aucune définition n’est

d'éviter que des actionnaires demandent l'inscription au hors cote dans le seul but d'obliger le majoritaire à mettre en œuvre une procédure de retrait.

Cette modification est rendue nécessaire par le sens même du retrait débarrasser la cote de valeurs faiblement liquides (donc, inscrites au hors cote) et doit être obligatoirement précédée d'une offre publique de retrait.

2.2.2.3 - La réforme inaugurée par le règlement général du Conseil des marchés financiers homologué par un arrêté du 5 novembre 1998

Le règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF) remplaçant l'ancien règlement général du CBV instaure un cadre réglementaire renforcé pour les offres publiques de retrait.

Les principaux changements de la réglementation sont les suivants :

- Les cas de mise en œuvre de l'offre publique de retrait :

Ces cas sont définis par les articles 5-6-1 à 5-6-6. Outre les anciens cas de mise en œuvre qui demeurent, le CMF définit de nouveaux cas d'application de la procédure de l'OPR :

- Les minoritaires admis à effectuer une demande d'OPR sont désormais non seulement les détenteurs de titres conférant des droits de vote mais aussi les détenteurs de certificats d'investissement et de certificats de droit de vote (art. 5-6-2). Les titres de la société considérée sont " admis aux négociations sur un marché coté ou ont cessé de l'être ".

- La mise en œuvre d'une OPR consécutive à la transformation de la société en commandite par actions est requise dès lors qu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires détenteur de la société ont demandé la transformation de la société en SCA. La condition de détention de plus des deux tiers des droits de vote, qui existait précédemment, disparaît donc au profit de la

notion s'apprécie par rapport à la définition qui en est faite dans la loi sur les sociétés de 1966 (détention de la majorité des droits de vote, convention avec d'autres actionnaires, présomption partir de 40% des droits de vote en l'absence d'un actionnaire plus important).

Constitution de 1958). Cela signifie que le pouvoir réglementaire n'a pas compétence pour édicter une obligation d'achat en dehors d'une délégation expresse de la loi. Autrement dit, l'arrêté ministériel homologuant le règlement général du CMF ou même le règlement général lui-même qui est un acte administratif de nature réglementaire pourrait être attaqué par la voie du recours pour excès de pouvoir devant le Conseil d'État. Même à l'expiration d'un délai de deux mois, qui court à partir de la publication du règlement général au Journal Officiel, le recours pour excès de pouvoir reste recevable en raison du caractère réglementaire (donc à portée générale) de l'acte attaqué (décret du 28 novembre 1983, art. 3).

2.3 - Une facilité consentie aux majoritaires : la procédure de retrait obligatoire

A l'inverse des procédures examinées précédemment (offre publique obligatoire et offre de retrait), cette procédure a été instaurée en faveur des majoritaires par la loi n°93-1444 du 31 décembre 1993. La procédure de retrait obligatoire crée une obligation à l'encontre des minoritaires d'une société cotée, obligés d'apporter leurs titres aux majoritaires. Cette procédure, créée sur le modèle du "squeeze-out" anglo-saxon, permet d'améliorer l'efficacité économique du marché, en débarrassant de la cote des valeurs très peu liquides.

On peut définir succinctement la procédure de retrait obligatoire comme la procédure au terme de laquelle un ou plusieurs actionnaires majoritaires peuvent contraindre des minoritaires (propriétaires au plus de 5% du capital ou des droits de vote) à céder leurs titres à l'issue d'une

2.3.1 - Les sources

Le retrait forcé, pratiqué en Grande-Bretagne depuis 1923, était évoqué en France depuis une quinzaine d'années. La Commission Badinter avait souhaité une modification du droit français, sans succès. Lors de la préparation de la loi du 2 août 1989, la question avait à nouveau mise à

diation du marché. Lorsque la procédure du retrait obligatoire n'existait pas, l'offre publique de retrait, seule, n'aboutissait pas à une radiation en raison de l'oubli par certains actionnaires négligents d'apporter leurs titres. Les titres concernés étaient donc transférés sur le hors cote et la société demeurait liée par les différentes obligations liées à l'appel public à l'épargne. La procédure de retrait obligatoire présente donc un aspect beaucoup plus pragmatique que discriminatoire.

Le problème de la constitutionnalité de la loi instaurant le retrait obligatoire est renforcé par le fait que le Conseil Constitutionnel n'a jamais été amené à examiner cette loi. Contrairement à l'opinion de la doctrine majoritaire, les magistrats ont clairement indiqué qu'elle ne s'apparentait pas à une expropriation pour utilité privée, mais bien à une expropriation pour utilité publique. Dans l'affaire Sogénal, la Cour de Cassation a déclaré : " L'obligation faite aux détenteurs d'actions au groupe majoritaire découle d'un article de la loi sur les marchés financiers réglant les rapports entre actionnaires de sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé et en déduit que le transfert de propriété, opéré moyennant un prix en rapport avec la valeur du bien, dans un cadre légitime d'ordre social et économique, répond à l'utilité publique quand bien même la collectivité dans son ensemble ne se servirait ou ne profiterait pas par elle-même du bien transféré ".

cote, dans le seul cas où elles ont un passé de cotation.

- Les actionnaires minoritaires :

La loi désigne les actionnaires minoritaires comme ceux qui “ ne représentent pas plus de 5% du I de la loi du 31 décembre 1993). Le CMF (CBV), par renvoi aux règles concernant l’offre de retrait, considère que le transfert obligatoire des titres n’est envisageable que si le majoritaire détient au moins 95% des droits de vote. Pour le CMF (CBV), il y a donc possibilité de retrait si les minoritaires ont 5% ou moins alors que pour le CMF (CBV), il y a possibilité de retrait si les actionnaires ont moins de 5%. En l’absence d’annulation de la disposition du CMF (CBV), c’est la norme d’application qui Une seconde différence existe entre la loi et le règlement général du CMF (CBV) quant à la définition du seuil de 95%. La loi définit un seuil en capital et en droits de vote alors que le CMF

Cette approche multicritères est en harmonie avec la jurisprudence suscitée par les offres de retrait.

Les minoritaires ne peuvent être payés en titres. L'indemnisation espèces à un prix au moins égal à celui pratiqué lors de l'offre publique de retrait.

2.3.2.3 - L'intervention d'une autorité boursière pour valider l'indemnisation

Le CMF (CBV) est chargé d'entériner l'indemnisation des minoritaires. Il se prononce sur le prix proposé aux minoritaires. Cette décision a un caractère individuel, elle est donc susceptible de

2.3.2.4 - L'intervention d'un expert indépendant

L'offrant doit avoir recours à un expert indépendant pour apprécier l'évaluation du prix des titres cédés par les minoritaires. L'expert n'est pas un évaluateur, il doit seulement apprécier l'évaluation faite par l'initiateur. L'essentiel de la mission de l'expert porte sur le choix et la combinaison des différentes méthodes d'évaluation, spécialement sur la nature et l'importance de la pondération des critères retenus.

Cet expert est agréé par le CMF (CBV) et son nom doit être notifié à la COB, qui dispose d'un droit de veto.

2.3.3 - Les effets du retrait obligatoire

50% à 100% du montant de l'opération ”.

L'intervention de l'expert ne suffit pas à éliminer toute contestation. L'expert est invité à apprécier, compte tenu de la situation de la société, si le prix proposé aux minoritaires constitue “ un prix juste et équitable ”. Il n'a pas à se prononcer sur le caractère opportun de l'opération. Dans l'affaire Sogénal, les minoritaires, représentés par l'association Adam, ont contesté devant la Cour d'Appel de Paris les modalités du retrait obligatoire initié par la Société Générale sur les

à la cote officielle, au second marché ou au nouveau marché, si elles avaient précédemment été inscrites à la cote officielle ou au second marché.

Conclusion

Les différentes réformes et ajouts de la réglementation boursière depuis 1985 permettent aujourd'hui à la France de disposer d'un arsenal juridique complet en matière de prise de contrôle et d'ingénierie financière. En 1985, la réglementation boursière apparaissait peu soucieuse du droit des minoritaires et surtout peu apte à prévenir les conflits judiciaires, en l'absence de règles suffisamment établies auxquelles se référer. Aujourd'hui, la réglementation boursière française est une réglementation moderne aussi complète et efficace que la réglementation anglaise. Les différentes réglementations mises en place par le législateur et le régulateur paraissent aujourd'hui pouvoir assurer le respect des principes

ont atteint des montants considérables lors des offres publiques de l'été 1999 (BNP-Société Générale-Paribas, Total-Elf Aquitaine), montrant bien la nécessité de séduire les actionnaires.

L'évolution de ces pratiques est principalement liée à l'influence anglo-saxonne et à la progression du libéralisme. L'instauration d'une réglementation boursière performante, même si elle est encore perfectible, a certainement également contribué à cette évolution. La t d'éliminer l'incertitude relative aux modalités de réalisation de l'opération envisagée. Les autorités amenées à rendre une décision dans le cadre d'une opération boursière doivent le faire conformément à des règles fixes et non en pure opportunité.

tervention éventuelle de l'Etat, le lobbying auprès des autorités boursières ne jouent plus qu'un rôle limité. Au contraire, la décision de l'actionnaire est désormais déterminante. L'offre publique de la BNP sur la Société Générale au cours de l'été 1999 constitue une bonne illustration de cette évolution. Si la formation d'un groupe bancaire issu de la fusion de trois -BNP, Paribas et Société Générale - apparaissait pour certains favorable à l'économie française, le CECEI n'a pas pu agir en opportunité et a pris une décision conforme au choix effectué par le marché, en n'autorisant pas la BNP à conserver ses actions Société Générale à

Au sein de l'Europe communautaire, la France figure en bonne place parmi les différents États en terme d'avancée de la réglementation boursière. Certains États, comme l'Italie ou l'Allemagne commencent seulement aujourd'hui à se doter d'une réglementation équivalente à la

Chronologie

- 12 juil. 85 - Loi n° 85-705 :
- obligation de déclaration de franchissement de seuils ; seuils calculés en pourcentage du capital.
- 17 juin 87 - Loi n° 87-416 sur l'épargne :
- introduction de nouvelles obligations déclaratives de seuils de participation.
- 22 janv. 88 - Loi n°88-70 réformant les bourses de valeurs françaises:
- monopole des sociétés de bourse quant à la négociation de titres cotées (art. 1) ;
- habilitation du CBV à fixer les conditions dans lesquelles l'acquéreur d'un bloc de contrôle est tenu de racheter en bourse les titres qui lui sont présentés (art. 6) ;
- répression de la diffusion d'informations fausses " de nature à agir sur les
- 12 avril 88 - Règlement n°88-02 de la COB, homologué par arrêté du 21 avril 1988 :
- déclaration d'intention en cas de franchissement du seuil de 20% du capital d'une société cotée.
- 12 dec. 88 - Directive européenne 88-627 :
- obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils, calculés en droits de vote (art. 4) ;
- définition de l'action de concert (art. 7).
- 2 août 1989 - Loi n° 89-531 " transparence et sécurité du marché financier " :
- obligation de déclaration des pactes d'actionnaires ;
- définition de l'action de concert ;
- franchissement de seuils calculés en pourcentage de droits de vote et non plus en pourcentage du capital ;
- création d'une OPA obligatoire en cas de dépassement du seuil de 1/3 ;
- création de l'offre de retrait ;
- réforme du statut de la COB.
- 28 sept. 89 - Homologation par arrêté du règlement de la COB n° 89-03 :
- la compétition que peut impliquer une offre publique s'effectue par le libre jeu des offres et de leurs surenchères (art. 3) ;
- obligation de transmission des accords entre la société visée par l'offre publique et des tiers pendant la durée de l'offre publique (art. 4) ;
- déclaration d'intention obligatoire concernant la stratégie et la cotation de la société visée par l'initiateur de l'offre (art. 7) ;
- définition des conditions de publicité entourant la mise en oeuvre de la procédure de garantie de cours (art. 20) ;
- abrogation de la décision générale du 27 février 1973, relative au maintien de cours (art. 24).
- 2 oct. 89 - Entrée en vigueur du nouveau règlement général du CBV :
- définition de dérogations à l'offre publique obligatoire ;
- définition de la procédure de l'offre publique ;
- définition des conditions de mise en oeuvre d'une garantie de cours à la suite de l'acquisition d'un bloc de contrôle ;
- définition de la réglementation concernant l'offre publique de retrait.

- 14 déc. 89 - Arrêté du ministre de l'Economie :
- si le nombre d'actions émis par une société cotée varie de plus de 5% entre deux assemblées générales ordinaires, cette société doit en avertir le CBV.
- 5 juil. 90 - Homologation par arrêté du règlement de la COB n° 90-02 relatif à l'information du public :
- définition des éléments constitutifs de la fausse information ;
- création d'une obligation d'information à la charge de la société cotée relative à tout fait susceptible d'avoir un effet sur l'appréciation du titre en bourse.
Homologation par arrêté du règlement de la COB n°90-04 relatif à l'établissement des cours
- 17 juil. 90 - Homologation par arrêté du règlement de la COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée :
- définition d'une information privilégiée ;
- définition des personnes initiées et des obligations qui pèsent sur ces
- 23 janv. 91 - Arrêté du ministre de l'Economie :
- niveau minimal de surenchère à respecter dans le cadre d'une OPA fixé à 102% du prix initial.
- 15 mai 92 - Entrée en vigueur du nouveau règlement général du CBV :
- l'offre publique obligatoire doit désormais porter sur 100% du capital de la

- la procédure de garantie de cours n'est plus qu'une modalité d'application

- élargissement des cas de dérogations à l'offre publique obligatoire.
- 31 dec. 93 - Loi n° 93-1444 :
- instauration du retrait obligatoire.
- 9 juin 94 - Homologation du nouveau règlement général du CBV :
- définition de la procédure du retrait obligatoire ;
- élargissement des sociétés visées par une offre publique de retrait aux sociétés " dont les titres sont négociés au hors-cote après avoir été inscrits à la cote officielle ou à la cote du second marché ".
- 28 juil. 94 -
- introduction de la technique des blocs structurants (art. N.4.2.11 des " Règles d'organisation et de fonctionnement " de la SBF).
- 2 juil. 96 - Loi n° 96-597 de modernisation des activités financières :
- les prestataires de services d'investissement ont le monopole de négociation des titres cotés ;
- création du Conseil des marchés financiers (CMF) reprenant les attributions

- le CMF est chargé d'établir un règlement général qui doit notamment déterminer les principes généraux d'organisation et de fonctionnement que doivent respecter les marchés réglementés et les règles relatives aux offres publiques portant sur les instruments financiers négociés sur un marché
- 27 mars 97 - Homologation par arrêté du règlement de la COB n° 97-01 :
- réforme du règlement n° 88-02 ;
- définition d'un nouveau seuil de déclaration d'intention (10%).
- 2 juin 1998 - Communiqué du CMF :

2 juil. 98
financier :

- raccourcissement du délai de présentation des dossiers à l'issue d'une offre publique à trois jours, contre six précédemment ; les résultats définitifs sont publiés neuf jours et non plus douze jours après la clôture de l'offre.
- Loi n° 98-546 portant différentes dispositions d'ordre économique et financier ;
- définition de l'appel public à l'épargne ;
- assouplissement du régime juridique du rachat par une société de ses propres actions ;
- modification des règles relatives aux franchissements de seuil ;
- légalisation de la déclaration d'intention, auparavant de nature

5 nov. 98

- Arrêté portant homologation de dispositions du règlement général et abrogation de dispositions du règlement général du Conseil des Bourses de Valeurs ;
- la procédure de la garantie de cours est désormais indépendante de la procédure de l'offre publique obligatoire ;
- augmentation de la durée des offres publiques.

Bibliographie

Ouvrages :

- A.Couret, D.Martin, L.Faugérolas " Sécurité et transparence du marché financier, nouveau statut de la COB, réforme des OPA-OPE ", Bulletin JOLY, 1989, n°11 bis ;
- " Le nouveau droit des marchés financiers en France : la récente action du CBV, les derniers règlements de la COB ", Bulletin JOLY, 1990, n°11 bis ;
- Michel Fleuriet " Les OPA en France ", Dalloz Gestion pratique, 1991 ;
- Michel Refait " Le rôle économique des offres publiques d'achat et d'échange ", 1991 ;
- Alain Viandier " OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV, droit des offres publiques ", 2ème
- Didier Martin, Jean-Paul Valuet " Les offres publiques d'acquisition ", JOLY, 1993 ;
- Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet " Droit de la bourse ", 1994, Litec ;
- Frédéric Peltier " Marchés financiers et droit commun ", Banque Editeur, 1997 ;
- Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet " Droit des marchés financiers ", Litec, 1998 ;
- Rapports annuels de la COB.

Articles de journaux :

- Bernard Raffournier " OPA : la réglementation à la poursuite de la pratique ", Revue française de gestion, septembre-octobre 1989 ;
- Didier Martin avec la collaboration de Christian Persiaux " La loi du 2 août 1989 et la transparence du marché ", Option Finance n°83, 9 octobre 1989 ;
- Werner Gaus " Règlement des opérations des initiés au niveau de la Communauté Européenne ", Droit et Pratique du Commerce International, 1989, volume 15, n°4 ;

- Dominique Borde “ Réglementation et contenu de l’information financière ”, Forum du Droit et des Affaires “ Communication financière ”, mardi 17 octobre 1995 ;
- Stéphane Le Guirriec “ L’égalité des actionnaires et la procédure de retrait obligatoire ”, revue de droit comptable n°95, 4, 1995 ;
- Jean-Pierre Bornet “ Le “ pouvoir des sans-pouvoirs ” ou comment s’organise le pouvoir des minoritaires ”, Tertiaire n°70, janvier-février 1996 ;
- Daniel Santoni “ Les effets pervers de la réglementation des offres publiques visant à protéger les actionnaires minoritaires ”, Revue du Financier, n°107, 1996 ;
- François Naudin “ La réglementation française des OPA, une des plus avancées d’Europe ”, MTF-L’Agefi, n°88, Février-mars 1997 ;
- “ Une réforme inutile et probablement néfaste ”, entretien avec Michel Fleuriet, MTF-L’Agefi, n°88, février-mars 1997 ;

- “ La réforme devrait demeurer de l’ordre réglementaire ”, entretien avec Henri Brandford-Griffith, MTF-L’Agefi, n°88, février-mars 1997 ;
- “ Une réaction disproportionnée et périlleuse ”, entretien avec François Gontier, MTF-L’Agefi, n°88, février-mars 1997 ;
- “ Action de concert : une notion à préciser ”, “ Loi du 2 juillet 1996 : un nouveau cadre
Option finance n°456, 16 juin 1997 ;
- Hubert de Vauplane “ Les modifications réglementaires et la jurisprudence depuis la loi MAF

- Henri Brandford Griffith “ Nouveau règlement du CMF : vers une clarification des offres publiques ”, Option Finance n°525, 30 novembre 1998 ;
- “ Bouygues, une OPA n’est pas exclue ”, La Vie Française, semaine du 5 au 11 décembre 1998 ;
- Anne Charvériat “ Un cadre réglementaire renforcé pour les offres publiques de retrait ”, Option Finance, n°534, 8 février 1999.