

Egalité de traitement des actionnaires : à chacun son marché

La réglementation sur les offres publiques prévoit certaines dérogations au principe d'égalité de traitement. De manière objective, les textes tentent d'aménager une réglementation «sur mesure» en fonction des intérêts en jeu et des différents types d'investisseurs. Quel que soit le point de vue retenu, le CMF, à l'origine des nouvelles orientations, devra mener un difficile arbitrage afin de concilier ces différents intérêts lors de la mise en pratique des récentes dispositions dont il est l'auteur.

Arnaud Desclèves
Responsable juridique
des activités banque d'affaires

Stéphanie Halley
Juriste banque d'affaires

BNP

■ Dans le domaine des fusions-acquisitions, les juristes de banque d'affaires ont constaté une nette évolution du droit mis en pratique. Réalisées sur des bases fortement contractuelles auparavant, ces opérations sont aujourd'hui soumises à une réglementation boursière prédominante. Alors que, initialement, le juriste était essentiellement sollicité pour la rédaction de la documentation des contrats d'acquisition, aujourd'hui, avant tout, les questions qui lui sont posées sont de

l'ordre : «Peut-on faire un bloc ? Faut-il mettre en place une garantie de cours ?»

A cet égard, les prises de contrôle de sociétés cotées s'opèrent selon des choix stratégiques qui consistent notamment à opter parmi les différentes modalités à la disposition des investisseurs. Toutefois, la marge de manœuvre laissée à ces derniers trouve souvent ses limites dans le principe de l'égalité de traitement, qui consiste à organiser un marché centralisé, concentrant toutes les offres et les demandes afin

de fixer un prix égal pour tous. La récente réforme des marchés financiers a tenté un rééquilibrage conciliant le renforcement de la protection des transactions portant sur des titres admis sur des marchés réglementés et la nécessaire recherche de libéralisation des transactions pour les investisseurs qualifiés. Dans ce contexte, le CMF s'érige en quelque sorte en arbitre, tentant de ménager les conflits d'intérêts existant entre minoritaires et investisseurs.

Les objectifs des nouvelles dispositions : concilier égalité et souplesse

La primauté du grand principe général de défense des intérêts des actionnaires, et notamment des minoritaires, se traduit très souvent par un principe de restriction de la liberté contractuelle. En outre, l'essor des investissements faisant appel public à l'épargne oblige,

en plus des réglementations organisant les rapports entre actionnaires majoritaires et minoritaires, à développer un «droit de la consommation des produits financiers» protégeant les épargnants, notamment dans le cadre des offres publiques (I).

Malgré ces exigences envers certains actionnaires, la nécessité de souplesse du marché pour les investisseurs demeure. Elle s'illustre à travers les différentes modalités de transactions qui leur sont offertes et leur amélioration

récente. Logiquement, c'est en période d'offres publiques que la difficulté d'organiser et de concilier les différents intérêts en présence, parfois divergents, s'accroît et laisse subsister quelques incertitudes (II).

I PRINCIPES RÉGISSANT LA RÉGLEMENTATION : ÉGALITÉ ET TRANSPARENCE

La protection des nombreux porteurs d'actions négociées sur les marchés réglementés est sous-tendue par le principe d'égalité de traitement. Le nouveau titre V du règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF) a introduit plusieurs dispositions renforçant les droits des minoritaires dans le cadre des offres publiques. Son article 5-1-1 exprime clairement en introduction l'esprit du texte et les principes auxquels il se réfère, notamment «*les principes d'égalité des actionnaires, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition*».

L'encadrement des offres publiques sert à équilibrer le rapport de force entre l'initiateur et les petits porteurs. La réglementation concernant l'initiateur s'étend en de nombreux points aux établissements conseils. Au-delà de la réglementation, les principes de déontologie viennent renforcer le souci de protection des minoritaires qui anime le législateur.

A - Titre V. Protéger les minoritaires

• CMF

Le nouveau titre V (5 novembre 1998) a introduit des dispositions permettant d'accroître la protection des actionnaires minoritaires grâce au contrôle du CMF. Il répond à un souci de sécurisation des transactions effectuées sur un marché réglementé, garant de l'intérêt des petits investisseurs, de plus en plus nombreux et contribuant à la liquidité et l'attractivité du marché.

Plus précisément, dans le cadre des offres publiques obligatoires, il est désormais possible pour le CMF d'imposer aux actionnaires majoritaires de déposer une offre publique de retrait (art. 5-6-6). Il faut pour cela que le CMF juge qu'une opération prévue aura des conséquences importantes sur les droits et les intérêts des actionnaires. Les opérations visées sont la modification significative des dispositions statutaires, l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, la

réorientation de l'activité sociale ou la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital ou encore, et c'est une nouveauté, la fusion-absorption de la société par la société qui en détient le contrôle.

De même, l'article 5-2-6 relatif à l'examen de la recevabilité d'une offre concurrente ou d'une surenchère renforce le pouvoir d'appréciation du CMF. Il introduit la prise en compte d'éléments subjectifs en disposant qu'une telle offre peut être recevable lorsqu'elle comporte «*une amélioration significative des conditions proposées*».

Le règlement confère donc un large domaine d'appréciation au CMF pour la protection des intérêts des minoritaires lorsqu'une société fait l'objet d'opérations modifiant substantiellement sa structure. Il s'impose donc comme une autorité de «tutelle» vis-à-vis des petits porteurs, chargée d'assurer leur protection grâce à un pouvoir étendu d'intervention et d'appréciation.

• Clarification de la procédure

Dans un souci de clarification des procédures d'offre, le titre V du règlement du CMF distingue désormais clairement les hypothèses d'engagement d'une procédure simplifiée et d'une garantie de cours. Auparavant, en cas d'acquisition d'un bloc d'actions conférant le contrôle, il était possible de recourir indifféremment à l'une ou l'autre de ces procédures.

A présent, la garantie de cours est obligatoire en cas d'acquisition directe d'un bloc conférant la majorité du capital ou des droits de vote. La garantie de cours confère aux actionnaires la possibilité de vendre leurs titres au prix garanti (prix de la transaction sur le bloc) lorsque le cours de bourse est inférieur à ce prix.

Deux exceptions à ce principe prévoient le recours à la procédure simplifiée. D'une part lorsqu'une transaction est assortie «d'éléments connexes» risquant de rompre l'égalité entre les porteurs de titres de la société visée. La notion «d'éléments connexes» n'a

volontairement pas été définie par le CMF, afin d'offrir une souplesse d'interprétation et de couvrir des opérations variées. L'élément connexe peut être, par exemple, parallèlement à la cession des titres, une cession d'actifs de la société. Dans ce cas, la transaction sur les titres se fera à un moindre coût du fait d'un transfert partiel du prix du contrôle sur les actifs cédés.

D'autre part, lorsque le ou les blocs sont acquis auprès de personnes qui ne détenaient pas la majorité, il résulte de la transaction une modification substantielle de la géographie du capital et donc de la situation des actionnaires minoritaires.

Dans ces deux cas, le prix auquel le contrôle a été acquis est inférieur à celui versé en cas de prise de contrôle par un seul bloc qui déclenche la garantie de cours.

Ces deux exceptions visent à assurer à tous les actionnaires, dans le cadre de la procédure simplifiée, la possibilité d'apporter leurs titres quel que soit le niveau du cours. D'autre part, le prix proposé dans le cadre de cette procédure est apprécié par le CMF lors de l'examen de recevabilité et est donc plus élevé que celui qui résulterait d'une garantie de cours.

B - Dispositions non réglementaires

• Attestation d'équité : une protection renforcée

Parallèlement au principe d'égalité issu du droit des sociétés et du droit boursier, des règles d'ordre déontologique ont trouvé récemment un nouvel essor afin d'assurer la protection des petits porteurs.

Le développement des attestations d'équité illustre la volonté de sécuriser les opérations dans les sociétés cotées grâce à une transparence et une meilleure information. Ces attestations visent à apprécier l'opération projetée du point de vue de l'intérêt de l'actionnaire, sur le plan financier, d'après différents paramètres (prix, parité...). N'ayant fait l'objet d'aucune réglementation, l'attestation d'équité s'est développée au travers d'une

recommandation de la Cob («Bulletin Cob» n° 289 mars 1995) posant les premiers éléments de définition. L'attestation d'équité a vocation à s'appliquer notamment aux opérations susceptibles de modifier la situation des actionnaires minoritaires. Toutefois, elle ne doit pas être utilisée pour remplacer les moyens de contrôle déjà en place.

L'attestation d'équité a donc un caractère subsidiaire par rapport aux nombreuses réglementations en vigueur, mais contribue à l'émergence d'une protection renforcée des petits actionnaires.

- *Déontologie*

Le respect de l'intégrité du marché est en principe assuré par les textes réglementaires en vigueur. La recherche d'efficacité de ces dispositions dont l'imprécision laisse parfois craindre des détournements, se traduit dans la réflexion qui s'est engagée parallèlement sur les principes de déontologie applicables aux offres publiques.

Ainsi, les conclusions du Rapport Barbier de la Serre («Bulletin CMF» novembre 1997) approuvées par la Cob et le CMF ont apporté des précisions sur

les principes applicables à l'initiateur d'une offre publique et l'établissement conseil ou présentateur de cette offre en distinguant la période avant et après que les termes de l'offre soient rendus publics et éventuellement les différents types d'offres.

Avant que l'offre ne soit rendue publique, des précisions sont notamment apportées quant au comportement de l'initiateur, en cas d'offre simplifiée seulement. Il est recommandé que l'initiateur n'intervienne pas sur le marché des titres de la cible dès lors qu'il a pris sa décision de lancer l'offre. Cette mesure vise à préserver l'égalité de traitement des actionnaires. Toutefois, exceptionnellement en cas d'absence de liquidité sur le marché des titres de la cible, il pourra être toléré que l'initiateur intervienne sur le marché si telle était sa pratique antérieurement.

Durant la même période, l'établissement conseil est considéré comme étant initié quel que soit le type d'offre publique. Il doit dès lors s'abstenir d'intervenir pour compte propre sur les titres concernés et leurs dérivés jusqu'à l'annonce de l'opération.

Pour la mise en œuvre de l'offre, il n'a pas semblé opportun, dans le cadre d'une offre publique d'échange, de permettre à l'initiateur ou l'établissement conseil d'acquérir directement des titres de la cible sur le marché. L'initiateur devra déposer une offre mixte OPA-OPE s'il souhaite pouvoir acquérir des titres de la cible en numéraire. Là encore, le principe de déontologie permet d'éviter tout détournement de l'offre présentée par l'initiateur afin que soit respectée l'égalité de traitement des actionnaires. Le rapport Barbier de la Serre a vocation à être transposé dans le futur règlement Cob.

Le titre III du Règlement général du CMF organise pour sa part l'intervention pour compte propre du prestataire de service, en distinguant entre la période précédant l'offre et pendant l'offre. Pendant la période d'offre, le prestataire est tenu à des restrictions identiques à celles de l'initiateur mais bénéficie cependant de certaines exceptions (arbitrage, tenue de marché et de couverture de risque de position accomplies dans certaines conditions).

II ESPACES DE LIBERTÉ ÉCONOMIQUE

Parallèlement au droit financier protecteur des épargnants, la nouvelle réglementation a introduit des assouplissements et des dérogations permettant aux investisseurs d'effectuer des transactions plus librement. Sans contradiction, les textes visent à introduire protection ou flexibilité, selon les divers objectifs de négociation.

A - Les opérations spécifiques pour les investisseurs

Afin d'effectuer des transactions significatives, plusieurs régimes particuliers sont mis à la disposition des investisseurs. Ils dérogent au principe d'unicité de prix sur les marchés financiers, garant de la protection de l'épargne publique, mais paralysant pour les investisseurs. Ces derniers disposent de nombreux instruments visant notamment à rendre la place de

Paris plus concurrentielle, face aux autres marchés.

- *Transactions sur marché*

Dans le cadre des transactions sur marché, la SBF définit des modalités de fonctionnement particulières pour certaines transactions, introduisant une certaine souplesse contractuelle. Tout d'abord, certaines modalités tiennent à la nature de l'opération envisagée. Il peut s'agir d'une contrepartie (un prestataire de service d'investissement (PSI) est le co-contractant de l'investisseur) ou d'une application (le PSI est intermédiaire entre deux investisseurs). Les transactions se caractérisent par le fait que les deux co-contractants sont identifiables a priori.

La souplesse des conditions de transaction est accrue en fonction de la taille de la transaction. La SBF détermine pour certains titres la taille de blocs courants

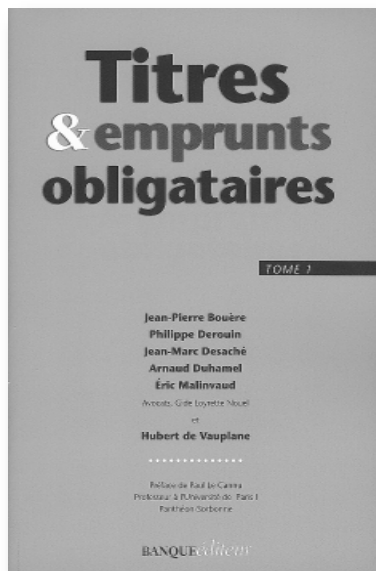
qui permet d'effectuer les opérations sur le marché selon une fourchette de prix (établie par rapport au cours) variant d'après la taille du bloc.

- *Transactions réputées sur marché*

Dans le cadre des transactions hors cours, réputées sur marché, les investisseurs disposent des contrats optionnels et des blocs structurants. Deux types de contrats optionnels permettent de négocier des titres sur le marché, et en informant les autorités, à un prix déconnecté du cours dans une certaine limite. D'une part, le contrat optionnel classique, d'une durée de deux ans maximum, permet à un acheteur et un vendeur d'envisager une transaction future sur des titres, avec la faculté de renoncer à la transaction. D'autre part, le contrat de reclassement, d'une durée de trois mois maxi-

Nouveauté

BANQUE *éditeur*



Tome 1, 340 pages, 380 F
(TVA 5,50 % et port inclus)

***Les caractéristiques
juridiques et
financières du
titre obligataire,
son expression
monétaire et
un important
développement
consacré au
passage à l'euro.***

BANQUE *éditeur*

18 rue la Fayette 75009 Paris
Commandes : Mauricette Delbos

Tél. 01 48 00 54 08

Fax 01 42 47 16 15

mum, par lequel un détenteur confie à un intermédiaire la mission de trouver un acquéreur pour un volume de titres, à un certain prix.

Les dispositions relatives aux blocs structurants restent en vigueur. Déjà dans ce domaine une volonté d'assouplissement a été remarquée avec l'abaissement progressif des seuils afin de constituer de tels blocs (instruction SBF du 28 juillet 1998 sur la taille du bloc : 5 % de capitalisation ou 50 millions de francs).

- *Transactions de gré à gré*

Ce marché se caractérise par la liberté contractuelle. D'après la loi MAF, plusieurs types de transactions de gré à gré sont envisageables.

D'une part, celles qui bénéficient d'une dérogation à l'obligation d'intermédiation (cas énumérés par l'art. 43) et celles qui portent sur des titres non admis à la négociation sur un marché réglementé.

Dans le deuxième cas, il peut s'agir notamment de produits dérivés dont le titre sous-jacent est un instrument financier lui-même admis à la négociation sur un marché réglementé. Ces instruments permettent de réaliser indirectement des opérations sur des titres cotés à un prix détaché du cours. La création d'un produit dérivé ne doit évidemment pas être faite dans le seul but d'éviter les conséquences de l'obligation de concentration, ce qui constituerait un abus de droit sanctionné par la nullité de l'opération.

D'autre part, la loi MAF prévoit à son article 45 les exceptions au principe de concentration.

Tout d'abord, une dérogation est accordée aux opérations complexes, qui existaient déjà, et qui sont définies comme étant des «conventions autres qu'une vente pure et simple». Cette dérogation laisse la porte ouverte à de nombreuses opérations. La difficulté de cette disposition réside dans le fait qu'il est difficile de déterminer ce qu'est une convention complexe, tâche qui incombe à l'investisseur lui-même et subsidiairement au prestataire de service.

D'autre part, conformément à l'article 45, le règlement général du CMF a introduit les nouveaux blocs et les conditions auxquelles ils doivent répondre. Le bloc doit représenter soit 50 millions de francs, soit 2 % de la capita-

lisation boursière si celle-ci dépasse un milliard de francs ou 5 % de la capitalisation boursière si celle-ci est inférieure à un milliard de francs. Dans ce cas, et contrairement aux blocs structurants, le cours de bourse cesse d'être une référence ce qui autorise une très grande souplesse de négociation.

Les transactions de gré à gré non intermédiées présentent aussi l'intérêt non négligeable d'une grande discrétion puisqu'elles ne nécessitent pas d'information auprès de la Cob ou de la SBF.

B - Dans le cadre des offres

- *Différence de traitement entre investisseur et initiateur*

De la phase préparatoire jusqu'au résultat de l'offre, l'initiateur est bien sûr soumis à un encadrement très strict sur les transactions qu'il effectue afin d'assurer aux actionnaires sollicités par l'offre une égalité de traitement.

Les investisseurs peuvent pour leur part, jusqu'au début de la période d'offre, continuer à intervenir hors cours. La mise en œuvre de transactions hors marché n'est restreinte pour les investisseurs qu'à compter du début de la période d'offre et jusqu'à la clôture de l'offre (art. 5-1-11 du Règlement général du CMF). Le CMF a voulu que l'article 5-1-11 soit d'application générale, il concerne donc les investisseurs au sens large, y compris l'initiateur.

En revanche, les conventions complexes sont possibles.

- *Les investisseurs et la déontologie*

Comme nous l'avons vu plus haut, sur le plan de la déontologie, le CMF a clairement précisé dans le titre III de son Règlement général les règles de bonne conduite applicables aux prestataires présentateur ou conseil. Pour ce qui est de l'initiateur, le titre V du même règlement et le rapport Barbier de la Serre donnent de nombreuses indications.

En ce qui concerne les investisseurs, le comportement qu'ils doivent avoir en période d'offre est ponctuellement énoncé. Ainsi, plusieurs zones d'ombre semblent subsister à la lecture des nouvelles dispositions. Celles-ci peuvent toutefois être comblées par des dispositions existantes telles que celles de droit pénal (délit d'initié) qui rappellent les limites infranchissables dans le contexte de ces opérations. ●