

Vers une harmonisation a minima des OPA

Les OPA transfrontalières en Europe se développent. Une harmonisation du droit des OPA est indispensable. Elle est en cours à travers le projet de la 13^e Directive mais de nombreuses disparités vont subsister, avec des risques de délocalisations pour les pays les plus rigoureux.

Jean-Jacques Daigre
Professeur à l'Université Paris I
Panthéon-Sorbonne

■ Pendant longtemps, les offres publiques sont restées nationales. Mais les temps changent, la mondialisation de l'économie pousse à la croissance des entreprises. Si le plus grand nombre d'acquisitions hors frontières se fait de gré à gré, les offres publiques transfrontalières se multiplient, amicales (comme celle de la banque hollandaise HSBC sur la banque française CCF par exemple), ou hostiles (comme celle de la société anglaise de télécommunication Vodafone sur la société allemande du même secteur, Mannesman, en 1999, ou celle lancée par la société suédoise OM Gruppen sur la société anglaise London Stock Exchange).

Des difficultés de réalisation d'une offre publique transfrontalière...

Alors apparaissent les difficultés : à quelle(s) loi(s) et à quelles(s) autorité(s) soumettre une offre publique transfrontalière ? Il semble que la plupart des systèmes juridiques, dont celui de la France, penchent en faveur de la loi de la société cible, ce qui paraît conforme à l'impératif de protection de ses actionnaires. Mais cette solution est discutable lorsque la cible est cotée sur un autre marché que son marché national. Ne faut-il pas alors préférer la loi du marché ? La protection des investisseurs qui peuvent venir de tous les pays, le commanderait. Mais quelle loi choisir si la société est cotée sur plusieurs marchés ? Les mêmes difficultés sont soulevées et les mêmes remarques peuvent être évoquées à propos du

choix de l'autorité ou des autorités de contrôle compétentes ; les offres publiques transfrontalières déjà intervenues n'ont pu être réalisées que grâce au pragmatisme et au bon vouloir des différentes autorités concernées.

... à cause de la diversité des législations nationales

Les législations nationales présentent de grandes différences. La France s'est dotée d'un régime juridique très élaboré depuis 1989. Ce qui marque celui-ci, c'est l'existence de deux grands types d'offres, les offres volontaires et les offres obligatoires. Les premières, bien que laissées à la libre initiative des opérateurs, sont relativement encadrées, non

«L'autre grand particularisme du droit français est de connaître plusieurs cas d'offre obligatoire.»

seulement quant à l'information et à leur déroulement, mais également quant à leur contenu. Retenons, par exemple, le principe d'irrévocabilité de l'offre (ainsi, la BNP n'a pu conditionner son OPE sur Paribas à la réussite de son OPE sur la Société générale, et l'on sait quel fut le résultat), de même, celui de l'offre à 100 %, ce qui impose à l'initiateur de

s'engager à acquérir la totalité des titres qui lui sont présentés, règle qui n'est d'ailleurs pas propre aux offres publiques volontaires et s'étend aux offres publiques obligatoires.

L'autre grand particularisme du droit français est en effet de connaître plusieurs cas d'offres obligatoires :

- lorsqu'un actionnaire (agissant seul ou de concert avec d'autres) vient à détenir plus du tiers des titres de capital ou des droits de vote d'une société ;
- lorsque, détenant déjà entre le tiers et la moitié, il vient à augmenter sa participation d'au moins 2 % du total ;
- lorsqu'il procède à une acquisition qui lui permet, compte-tenu des titres qu'il détient déjà, de dépasser la moitié du capital ou des droits de vote (procédure dénommée «garantie de cours») ;
- enfin, lorsqu'il vient à détenir au moins 95 % des droits de vote d'une société : il peut être tenu par les minoritaires de lancer une offre publique sur les titres restants – il s'agit d'une offre publique de retrait –, ou il peut décider de lancer lui-même une offre publique sur les titres des minoritaires, assortie d'un retrait obligatoire, ce qui contraindra ces derniers à les céder.

Dans tous ces cas (sauf dans l'hypothèse d'une garantie de cours où le prix est celui du bloc de contrôle), le prix doit être conforme à la valeur réelle des titres, cela sous le contrôle du CMF. Au résultat, deux traits du droit français des offres publiques sont particulièrement marquants : l'existence de cas d'offre obligatoire et l'obligation d'acquérir la totalité des titres présentés, que l'offre soit volontaire ou imposée.

En face, que trouve-t-on ? Sans faire le tour des pays de l'Union européenne, indiquons simplement que nombre d'entre eux ont posé des règles moins contraignantes (le Royaume-Uni, par exemple) et que certains n'en imposent aucune (l'Allemagne et la Hollande, par exemple). Voilà qui crée des disparités fâcheuses, les actionnaires des sociétés cibles ne bénéficiant pas de la même protection suivant la législation applicable ; plus encore, voilà qui pourrait provoquer une distorsion de concurrence entre les systèmes juridiques, les opérateurs pouvant être tentés de choisir le lieu d'implantation de leur société et le lieu de cotation de celle-ci en fonction du système le plus libéral ou le «moins-disant réglementaire».

L'affaire Gucci, jugée par la cour d'appel d'Amsterdam, est révélatrice ; là où la juridiction hollandaise a jugé que la société Gucci, de droit néerlandais, avait pu doubler son capital au profit du Groupe PPR et ainsi échapper à l'emprise du Groupe LVMH, une juridiction française aurait dû annuler cette augmentation de capital décidée par les dirigeants en cours d'offre.

Une harmonisation européenne est indispensable...

Une harmonisation européenne est nécessaire. Elle est en voie, une 13^e Directive en droit des sociétés devant bientôt entrer en vigueur.

Pour l'essentiel, retenons que celle-ci imposera l'introduction d'un mécanisme d'offre publique obligatoire en cas de changement de contrôle d'une so-

ciété cotée, sans que le texte en précise le seuil, ce qui laissera les législations nationales libres, soit de prévoir un seuil bas, comme l'Angleterre (30 %) et la France (33 %), soit un seuil haut, qui pourrait être de 50 %, voire plus. Cependant, à titre transitoire, la directive permettra aux Etats membres de ne pas introduire immédiatement ce cas d'offre publique obligatoire si leur législation connaît une procédure différente mais également protectrice des actionnaires

«La 13^e Directive imposera l'introduction d'un mécanisme d'offre publique obligatoire en cas de changement de contrôle d'une société cotée, sans que le texte en précise le seuil.»

minoritaires, exception provisoire principalement prévue pour l'Allemagne, qui probablement ne s'en servira pas, car celle-ci est en train de préparer un texte d'application de la future directive.

De même, le projet de directive prévoit une méthode de répartition des compétences entre les autorités de contrôle et les législations nationales. Par ailleurs, il interdit de prendre des mesures anti-OPA en période d'offre publique, sauf autorisation de l'assemblée générale des actionnaires (augmentation de capital), ce qui réglerait différemment le cas Gucci. Enfin, il laisse la liberté aux Etats membres de prévoir ou

non des voies de recours contre les décisions des autorités de contrôle (un recours n'est pas prévu contre les décisions du *Take over panel* anglais).

... mais le projet de Bruxelles est limité

La Directive, lorsqu'elle sera en vigueur, imposera une modification des législations nationales pour les aligner sur les principes et les règles qu'elle contient. Retenons, à cet égard, que le droit français est déjà conforme à la future Directive. Ce sera un progrès, mais un progrès insuffisant. En effet, la difficile gestation de ce texte a fait apparaître des oppositions frontales entre les pays, certes parfois pour des raisons extérieures, plus souvent en raison de situations différentes.

En caricaturant, on peut en effet dire que ceux qui pensent que leurs sociétés ne sont pas opéables ont résisté à une harmonisation trop exigeante et que ceux qui estiment que leurs grandes entreprises le sont, ont insisté pour une harmonisation plus étroite. Au résultat, la première option l'a emporté, de sorte que l'harmonisation se fera a minima. De nombreuses disparités subsisteront, certains pays ayant à l'évidence la ferme intention de ne pas aller au-delà du strict nécessaire, les Pays-Bas par exemple, ce qui demeurera dangereux pour les systèmes les plus rigoureux comme la France et bientôt l'Allemagne, qui pourraient connaître des délocalisations juridiques pour cette seule raison (comme Euronext...) ●