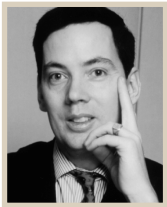


DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

Transposition de la directive OPA : bouleversement ou continuité ?



**Hubert
de Vauplane**

**BNP Paribas
Université
Paris II -
Panthéon-Assas**

Le projet de transposition de la directive OPA comporte des changements importants, principalement sur trois dispositions : la détermination du prix dans les offres publiques, la question d'action de concert et celle du seuil de déclenchement d'une OPRO. Pour autant, de nombreuses interrogations subsistent dans l'interprétation des textes.

Certains textes communautaires traînent derrière eux une réputation de malchance. Tel est le cas de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d'acquisition. On se souvient des difficultés liées à son adoption qui font de ce texte l'un de ceux en matière bancaire et financière (et sans doute au-delà) dont le processus d'adoption a été le plus long (plus de treize ans). Mais au-delà de la durée nécessaire à son adoption, c'est le contenu même du texte qui fait l'objet de critiques devant le manque d'ambition affiché (la faute en revenant aux États membres et au Parlement, et non à la Commission). L'objectif premier d'un droit des OPA unifié n'est clairement pas atteint, loin s'en faut. Il faut dire que le ver est dans le fruit dès lors que le texte prévoit – à la suite des négociations liées à son adoption en vue de la recherche d'un consensus sur le plus petit dénominateur commun – des nombreuses options de transposition à la main des États membres. En France, un projet de loi déposé par le gouvernement sur

le bureau du Sénat le 22 septembre 2005 avec une première lecture prévue le 20 octobre, reprend les termes du débat posé au moment de la discussion des articles 9, 11 et 12 de la directive [1]. On se souvient que – s'agissant de ces dispositions et compte tenu des enjeux en présence – le ministre des Finances confia le 18 novembre 2004 à un groupe de travail, présidé par Jean François Lepetit, le soin d'effectuer des propositions sur les conditions de transposition de ces dispositions, propositions qui ont conduit le groupe à présenter un rapport le 27 juin 2005 [2]. C'est sur la base de ce rapport que le gouvernement a pu préparer son projet de loi de transposition sur la directive dont il est proposé un bref aperçu sur trois de ses dispositions majeures.

LA DÉTERMINATION DU PRIX DANS LES OFFRES PUBLIQUES.

La question du prix dans les offres publiques obligatoires n'a pas beaucoup retenu l'attention des débats, tant lors des travaux parlementaires en Europe que lors des premières réflexions en France précédant la

transposition de la directive. Et pourtant, il s'agit de l'un des changements les plus importants par rapport à la réglementation actuelle. Le droit français laisse aujourd'hui une large marge d'appréciation dans la fixation du prix d'une offre publique obligatoire à l'initiateur. C'est à celui-ci qu'il revient de fixer le prix de l'offre (sauf le cas de la cession du bloc de contrôle) sous le double contrôle de l'AMF puis du juge. Le régulateur apprécie le prix d'offre proposé par l'initiateur en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée (article 231-23 du RG AMF) ; son contrôle doit viser, par l'application de critères connus, exacts, objectifs et multiples, à déterminer un "juste prix", en affectant chacun des éléments de pondérations appropriées à l'espèce, de nature à conduire à une évaluation équitable et légitime de l'entreprise. Cette approche – connue sous l'expression de "méthode multicritère" – est donc essentiellement subjective, le prix fixé étant fonction de critères financiers. Une telle procédure ne peut que favoriser la contestation en justice du prix, allongeant du même coup la durée des offres dont la recevabilité est contestée. Il en résulte une procédure fortement judiciarisée où les minoritaires contestent le prix proposé pour l'offre (lorsque ce ne sont pas les majoritaires qui contestent le principe de l'offre obli-

Attestation des prestataires de services d'investissement dans le cadre d'opérations de marché primaire

gatoire). C'est en ce sens que l'on a pu dire que le prix des OPA en France était fixé par la justice !

Tout autre est la logique retenue par la directive 2004/25/CE. Celle-ci prévoit comme principe applicable celui du "prix équitable" (article 5.1), lequel est défini comme "le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période, déterminée par les États membres, de six à douze mois au maximum précédant l'offre [...]" (article 5.4, § 1).

LA FIN DE L'APPROCHE MULTICRITÈRE

Si les États membres peuvent prévoir des exceptions à cette règle, celles-ci sont strictement encadrées par la directive. En effet, pour ce faire, les États membres doivent "dresser une liste de circonstances dans lesquelles le prix le plus élevé peut être modifié, vers le haut ou vers le bas [...]", lesquelles circonstances sont liées à des situations où la formation du prix est affectée par des éléments extérieurs à l'initiateur énumérés dans le texte (manipulation, événements exceptionnels, sauvetage d'une entreprise). Certes, la directive ouvre alors la voie pour une approche qui pourrait être qualifiée de "multicritère" dans la mesure où le texte mentionne comme exemple de critères à retenir "la valeur moyenne de marché sur une certaine période, la valeur de liquidation de la société ou d'autres critères objectifs d'évaluation généralement utilisés en analyses financières". Cependant, la directive n'autorise le recours à de tels critères que dans les cas où la formation du prix est affectée par les éléments externes précités. Cette règle devrait sonner la fin de l'approche multicritère à la française.

LE RETOUR À UNE RÈGLE SIMPLE ?

Le projet de transposition n'est pourtant pas des plus clairs sur cette question. Il précise que "le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre [...] sur une période définie par le règlement géné-

“La nouvelle norme devrait marquer la fin des contentieux boursiers sur le prix, ce qui réjouira les porteurs des titres de la société cible, même si cela ne fera pas les affaires de quelques avocats spécialistes.”

● Le règlement général de l'AMF modifié en date du 1^{er} septembre dernier modifie les dispositions régissant l'intervention des contrôleurs légaux dans la procédure de la délivrance du visa par l'AMF lors d'opération d'appel au marché. L'attestation antérieurement prévue au titre des articles 211-5-1 et 211-5-2 du RG AMF a été remplacée par une "lettre de fin de travaux" établie à destination de l'émetteur et dont une copie est transmise à l'AMF. Il semble voir se développer depuis lors une pratique selon laquelle les commissaires aux comptes refuseraient

d'adresser leur lettre de fin de travaux aux prestataires de services d'investissement (PSI), et ce alors que dans le même temps le régime de l'attestation délivrée par ces mêmes PSI n'a pas été modifié (article 212-16 RG AMF). Cette pratique, si elle venait à se confirmer, verrait les PSI dans une situation délicate dans la mesure où ils attestent avoir effectué leurs diligences conformément aux normes professionnelles du code FBF / AFEI concernant les diligences à opérer par les PSI participant à une opération financière. C'est pourquoi, en attendant que soit

éclairci ce point, la FBF et l'AFEI demandent à leurs adhérents de modifier leur attestation en insérant le paragraphe suivant : "Cette attestation est délivrée en présumant que la ou les lettres de fin de travaux des contrôleurs légaux des comptes ont été délivrées à [nom de l'émetteur], qu'une copie en a été transmise à l'AMF, qu'elles sont conformes à l'article 212-5 du RG AMF et qu'elles ne contiennent aucune réserve, observation ou avertissement de quelque sorte que ce soit qui ne figurerait pas dans le prospectus". Reste maintenant à l'AMF à remettre un peu d'ordre dans la situation.

ral de l'AMF. L'AMF peut demander la modification du prix proposé dans des conditions et selon les modalités fixées dans son règlement général". Tout d'abord, on s'interroge sur le sens du "au moins équivalent" qui semble ouvrir une marge d'appréciation à l'AMF que la directive ne lui donne pas, sauf circonstances précitées. De même, la détermination de la période de référence est déléguée à l'AMF, alors qu'il n'est pas sûr que le droit communautaire laisse une telle faculté. Mais surtout, le projet laisse à l'AMF la possibilité de modifier le prix proposé alors que l'on a vu que les cas de modification étaient encadrés strictement par la directive : le prix payé le plus élevé dans les 6 ou 12 mois doit être la règle, et l'approche multicritère en cas de circonstances dans lesquelles le prix le plus élevé peut être modifié doit être l'exception. Sous réserve des ajustements lors des débats parlementaires pour rétablir le prix le plus élevé comme principe, l'on ne peut que se réjouir d'un retour à une règle simple (même si elle peut être simpliste), claire et compréhensible par tous. La situation

actuellement en vigueur n'est pas satisfaisante dans la mesure où compte tenu de la complexité de la réglementation et de la jurisprudence en la matière, seule une petite catégorie de spécialistes en connaissait les subtilités et les arcanes. Par ailleurs, la nouvelle norme devrait marquer la fin des contentieux boursiers sur le prix, ce qui réjouira les porteurs des titres de la société cible, même si cela ne fera pas les affaires de quelques avocats spécialistes.

LE PROBLÈME DU CONCERT "EN VUE DE FAIRE ÉCHOUER" UNE OFFRE

Assez curieusement, l'article 4 du projet de loi prévoit de rajouter à l'article L. 233-10 du Code de commerce, un nouvel alinéa sur l'action de concert complétant la définition actuelle, dont la dernière modification date du 3 janvier 2003. L'action de concert vise "les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquiescer ou de céder des droits de vote, ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société". Or, la première phrase du projet du nouvel alinéa de l'article

L. 233-10 prévoit "qu'en cas d'offre publique d'acquisition, sont considérées comme agissant de concert les personnes ayant conclu un accord avec l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre". On ne voit pas très bien ce que rajoute cette phrase par rapport à la définition rappelée ci-dessus, ce qui laisse à penser que cette formulation n'a que peu de conséquences. À bien rechercher, la seule nouveauté consisterait à considérer le lien quasi organique en cas d'offre publique entre concert et contrôle, ce que la loi se gardait bien de faire jusque-là mais que la jurisprudence a admis récemment [3].

UN NOUVEAU TYPE D'ACTION DE CONCERT

Plus curieuse encore est la rédaction de la seconde phrase du nouvel alinéa de L. 233-10 qui prévoit que "sont également considérées comme agissant comme de concert les personnes qui ont conclu un accord avec la société qui fait l'objet de l'offre afin de faire échouer cette offre". Cette formulation est à rapprocher de celle figurant dans la définition de "personnes agissant de concert" au sens de la directive 2004/25/CE laquelle vise le cas, outre de la prise de contrôle, des accords visant à faire échouer l'offre. La logique qui sous-tend cette disposition est claire : il s'agit de réglementer les montages contractuels dont le but est de faire échec à une offre lancée par un tiers sur une société. En ce sens, cette disposition favorise le lancement d'offres, y compris hostiles. Cette formulation appelle cependant plusieurs observations. La première est d'ordre méthodologique. S'agit-il là d'un nouveau type d'action de concert, à côté de celui en vue de mener une politique commune envers la société ? Si tel n'est pas le cas, il convient alors de replacer cette notion dans le champ "normal" de l'action de concert, et l'on ne voit pas alors ce que cette phrase apporte. Si cependant il s'agit d'une nouvelle forme d'action de concert, cet élément est fortement novateur et

conduit à de nombreuses interrogations. Pour notre part, nous penchons plutôt pour cette seconde possibilité. En effet, le concert est ici conclu entre une (ou plusieurs) personne(s) et la société elle-même objet de l'offre, et non entre différentes personnes (actionnaires...) vis-à-vis de la société. Autrement dit, là où la société est aujourd'hui l'objet de l'accord, la proposition nouvelle en fait une partie prenante à l'accord, ce qui souligne la différence avec le concert de premier type.

La seconde interrogation est relative au contenu de l'expression "faire échouer" une offre. L'on peut prévoir un grand avenir jurisprudentiel à cette notion en l'absence d'autres de précisions : pourraient être considérés comme faisant échec les accords conclus entre une société objet d'une offre et un actionnaire aux termes desquels celle-ci cède définitivement ou de façon temporaire sous forme d'opération de portage à celui-là une partie importante de ces actifs, vidant ainsi de son contenu la cible. Par contre, un accord entre actionnaires de la société initiatrice conclu dans le but de faire échouer une offre sur une cible (par exemple, le cas de certains fonds d'investissement envers Deutsche Börse lors de l'offre de celle-ci sur London Stock Exchange) ne rentre pas dans cette définition car la société cible n'est pas partie à l'accord, pas plus qu'un même accord entre seulement des actionnaires de la société cible.

LES CONSÉQUENCES D'UNE MISE EN CONCERT DE TYPE NOUVEAU

La troisième interrogation porte sur les conséquences d'une mise en concert de ce type nouveau. Doit-on revenir au droit commun et prévoir dans ce cas que ces personnes doivent elles aussi, lancer une offre sur la société cible ? Ou bien en l'absence de précision dans le texte, doit-on considérer qu'aucune conséquence n'est attachée à la mise en concert en vue de faire échouer une offre ? Remarquons que la raison d'être de l'offre obligatoire porte sur le chan-

gement de contrôle, et qu'un accord en vue de faire échec à une offre ne conduit pas forcément à un changement de contrôle. Dès lors, il semblerait pour le moins inéquitable de faire porter une obligation si lourde de conséquences sur de tels concertistes. Sur l'ensemble de ces points, il sera souhaitable que des précisions soient apportées lors des travaux parlementaires.

LA QUESTION DU SEUIL DE DÉCLENCHEMENT D'UNE OPRO

Outre le problème de la constitutionnalité de la procédure de l'OPRO (offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire) qui n'a jamais été déféré au Conseil Constitutionnel et pour lequel le projet de loi ne transpose que le cas des OPRO faisant suite à toute offre, le problème essentiel ici réside dans l'option laissée aux États membres lors de la transposition, entre le déclenchement d'une procédure à 90 ou 95 % des droits de vote. Pour résumer la question, l'option de déclenchement à 90 % n'est possible que si à la suite de l'acceptation de l'offrant, celui-ci a acquis ou s'est engagé à acquérir les titres. Or, un débat s'est fait jour quant à l'opportunité d'abaisser le seuil de déclenchement des OPRO. Un abaissement à 90 % aurait certes comme conséquence de réduire encore le nombre de sociétés cotées en incitant certains actionnaires majoritaires à déposer une OPRO là où aujourd'hui ils ne peuvent pas le faire. Inversement, une telle faculté permettrait à des actionnaires minoritaires de sociétés dont le flottant est faible de pouvoir se retirer. En ce sens, elle obligerait certains actionnaires majoritaires à devoir indemniser leurs minoritaires, ce qui représenterait un certain coût pour lequel ils n'ont pas toujours la trésorerie nécessaire. Deux logiques s'affrontent, une de protection des intérêts des minoritaires et une autre de sauvegarde des capacités financières des entreprises françaises.

“Le concert est ici conclu entre une (ou plusieurs) personne(s) et la société elle-même objet de l'offre, et non entre différentes personnes (actionnaires...) vis-à-vis de la société.”

Un débat public au parlement serait utile sur ce point, le projet de transposition pour sa part ayant opté pour le statut quo par rapport à la situation présente, c'est-à-dire retenu l'option de la directive qui permet d'élever le seuil à 95 % des droits de vote.

Le projet de transposition soulève encore de nombreux points comme par exemple les conditions dans lesquelles peut être contestée devant l'AMF l'équivalence des mesures de protection pour la société cible dans des droits d'autres États membres (transposition de l'article 12 § 3 de la directive dite clause de réciprocité laquelle prévoit que "les États membres peuvent dispenser leurs sociétés d'appliquer le régime européen prévu par l'article 9 lorsqu'elles font l'objet d'une offre initiée par une société ne l'appliquant pas"), le problème de la suspension ou de l'inopposabilité des mesures anti-OPA en période d'offre, le rôle des employés et des instances représentatives du personnel de la société cible, les pouvoirs de l'AMF en cas de rumeurs d'OPA sur le marché, la possibilité de payer des OPRO en titres, etc. Dans l'ensemble, ce texte devrait changer plus que l'on imagine au premier abord notre droit des OPA. En ce sens, il constitue un véritable bouleversement. ■

[1] On rappelle que l'article 9 de la directive définit un régime européen de gouvernance d'entreprise en période d'offre publique en prévoyant que toute mesure de défense doit être approuvée durant l'offre par les actionnaires de la société cible.

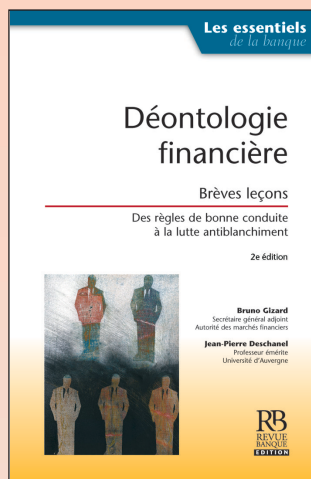
L'article 11 pour sa part lève certains obstacles aux offres publiques en suspendant en période d'offre les droits de vote multiples (et non les droits de vote double) et les effets des dispositions statutaires et contractuelles (sous forme par exemple de pactes d'actionnaires) qui restreignent le transfert des actions ou l'exercice des droits de vote de la société cible. La directive prévoit que les articles 9 et 11 sont d'application optionnelle, chaque États membres étant libre de les retenir ou non lors de la transposition. Quant à l'article 12 de la directive, il prévoit une clause de réciprocité permettant à une société de suspendre l'application des articles 9 et 11 lorsqu'elle devient la cible d'un initiateur qui ne les applique pas.

[2] Le groupe de travail Lepetit a recommandé de ne pas transposer l'article 11 mais de transposer l'article 9, ce qui le conduit à recommander la transposition de la clause de réciprocité de l'article 12.

[3] Cf. Paris, 13 septembre 2005, ADAM/Carrefour, Banque & Droit, n° 103, sept.-oct 2005, p. 45, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

RB

REVUE BANQUE ÉDITION



NOUVEAUTÉ

DÉONTOLOGIE FINANCIÈRE 2^e édition

Brèves leçons – Des règles de bonne conduite à la lutte antiblanchiment

Bruno GIZARD et Jean-Pierre DESCHANEL

Tout marché suppose qu'acheteurs et vendeurs puissent se faire mutuellement confiance. Le marché financier n'échappe pas à la règle. La confiance y est même requise à plusieurs niveaux. L'investisseur doit être assuré de la probité de l'intermédiaire financier à qui il confie son ordre ou ses intérêts. Les intermédiaires financiers doivent à leur tour pouvoir traiter entre eux sans crainte d'être abusés. Or, rien n'est plus fragile que la confiance. Elle ne se décrète pas. Elle se mérite. Elle suppose que chacun en prenne le plus grand soin.

La déontologie financière est ainsi constituée par l'ensemble des règles de comportements que les intermédiaires financiers doivent respecter en vue d'assurer à la confiance les conditions nécessaires à son existence même. Règles à intérioriser, sous peine de ne point en saisir l'esprit ou de n'être vécues que comme contraintes inutiles, règles à contrôler et – en cas de manquements – à sanctionner, sous peine de rester lettre morte.

C'est l'ensemble du dispositif en vigueur aujourd'hui en France que les deux auteurs s'efforcent de présenter en cinq brèves leçons (ou chapitres) parcourant l'essence de la déontologie financière, son champ opératoire, son contenu – notamment dans ses rapports avec la clientèle –, son organisation, ses sanctions avant de traiter de l'industrie du blanchiment : diagnostic et moyens de la réduire.

La deuxième édition prend en compte l'ensemble des novations intervenues depuis 2002 et résultant notamment, d'une part de la loi sur la Sécurité financière du 1^{er} août 2003 organisant au sein de l'AMF, la fusion de la COB, du CMF et du CDGE, d'autre part de l'entrée en application de la directive européenne sur les Abus de marché.

ISBN : 2.86325-449.0, 128 pages, 19 euros.

Renseignements/commandes :
Tél. : 01 48 00 54 09 ; Fax : 01 47 70 31 67
Email : librairie@revue-banque.fr

Cet ouvrage est également disponible à La Librairie de la banque et de la finance, 18, rue La Fayette, 75009 Paris, de 9 h à 18 h du lundi au jeudi, et de 9 h à 17 h le vendredi.

RB
REVUE
BANQUE
ÉDITION