

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

Émission de BSA en période d'OPA : pilule empoisonnée ou bombe à retardement ?



Hubert de Vauplane

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

La loi de transposition de la directive OPA donne à la société cible la faculté de décider de l'émission de bons de souscription d'actions à des conditions préférentielles en période d'offres. Cette faculté doit permettre aux entreprises de disposer de moyens de défense accrus en cas d'OPA. Mais ses contours juridiques sont encore incertains.

C'est à la suite du projet d'offre inamicale sur Arcelor, intervenu au milieu de la discussion parlementaire relative à la loi de transposition de la directive OPA, que le gouvernement, poussé par un certain nombre de parlementaires et de dirigeants d'entreprise, a réorienté son projet en intégrant plus d'outils de défense pour les sociétés objets d'offre hostile. Le nouvel article L.233-32 II du Code de commerce offre ainsi à l'assemblée générale extraordinaire de la société cible la possibilité de décider de l'émission de bons de souscription d'actions (BSA) à des conditions préférentielles en période d'offres, cette émission pouvaient faire l'objet d'une délégation au conseil d'administration ou au directoire [1]. Selon le gouvernement, cette faculté vise notamment à permettre aux entreprises de disposer de moyens de négociation et de défense accrus en cas d'OPA. La question est donc posée : pilule empoi-

sonnée ou bombe à retardement ? Autrement dit, cette faculté constitue-t-elle une arme de dissuasion, afin d'éviter le lancement de toute offre hostile, ou bien une arme de destruction massive qui, une fois utilisée, place tous les protagonistes dans une situation inextricable ? Rappelons que ces BSA, susceptibles d'être attribués gratuitement à tous les actionnaires de la société visée par l'offre [2], peuvent permettre de souscrire à des conditions préférentielles (par exemple, à un cours décoté par rapport au prix de l'offre proposée), étant précisé que ces bons deviennent caducs de plein droit dès que l'offre et toute offre concurrente éventuelle échouent, deviennent caducs ou sont retirés. Il s'agit donc de bons à durée de vie éphémère.

LA CLAUSE DE RÉCIPROCITÉ

Le principe de l'émission, les conditions d'exercice et les caractéristiques des BSA requièrent une décision ou une délégation de compétence préa-

lable de l'assemblée générale (les conditions d'exercice étant, dans l'hypothèse d'une délégation, fixées par le conseil d'administration ou le directoire). Dans tous les cas, l'assemblée générale doit, a minima, fixer le montant maximal de l'augmentation de capital et le nombre maximal de bons émis. Si la règle de droit commun (article L. 233-32) prévoit que, lorsque la mise en œuvre d'une délégation (accordée avant le dépôt d'une offre publique) est susceptible de faire échouer une offre, c'est-à-dire si elle peut être utilisée comme mesure anti-OPA, cette délégation doit, en principe, être confirmée par une nouvelle AGE avant de pouvoir être utilisée.

Par dérogation à ce principe, lorsque l'offre est faite par une entité qui n'applique pas les règles de l'article L. 233-32 (autrement dit l'article 9 de la directive OPA), ou des mesures équivalentes, ou qui est contrôlée par une entité qui ne les applique pas, la délégation d'émettre des BSA peut être utilisée par le conseil durant la période d'offre. Cette délégation, dont la durée de validité en tant que défense anti-OPA est de 18 mois, doit viser expressément le cas de l'offre publique (art. L. 233-33).

Il s'agit de la transposition de la fameuse clause dite "de réciprocité", prévue par l'article 12-3 de la direc-

tive 2004/25/CE, destinée à assurer l'égalité des conditions de jeu entre le ou les initiateurs et le destinataire d'une OPA. Mais peut-on utiliser en période d'offre la délégation d'émettre des bons lorsque la société visée par l'offre est astreinte légalement à la suspension des mesures de défense ou lorsque l'offre est présentée par une personne morale qui n'est pas soumise à l'article 9 de la directive OPA ? Les débats parlementaires se sont fait l'écho, en la réfutant, d'une opinion doctrinale selon laquelle l'article 12-3 de la directive OPA réserverait la possibilité d'invoquer la clause de réciprocité aux seules sociétés qui, en dehors de toute obligation légale, appliqueraient l'article 9 de la même directive relatif à la suspension des mesures de défense, conformément à l'article 12-2. Sans revenir sur la pertinence ou non de cette interprétation restrictive, qui a pour elle de s'appuyer sur une certaine logique textuelle (en particulier au niveau des travaux préparatoires de la directive), on observera que l'ANSA (Association nationale des sociétés par actions) a estimé que les États membres – comme la France l'a fait – peuvent faire une application partielle de la faculté générale de dérogation permise par l'article 12-1 de la directive et, à ce titre, autoriser une clause générale de réciprocité, quelle que soit la législation applicable à la cible et à l'initiateur.

EXCLURE LES ÉMISSIONS DISCRIMINANTES

Ces BSA doivent être relatifs aux termes de l'offre, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent être conditionnés par l'identité, la nationalité et, plus généralement, la personnalité de l'initiateur. Il s'agit là d'une précision utile visant à exclure les émissions discriminantes : tous les actionnaires, y compris l'initiateur hostile s'il détient des actions de la société cible, ont vocation à recevoir de tels bons. L'émission de ces BSA peut être déci-

“Comment seraient protégés les droits des titulaires de bons qui, une fois admis aux négociations sur un marché réglementé, verraient ces droits remis en cause suite à leur caducité de plein droit une fois l'offre hostile échouée ?”

dée préventivement – “à froid” – et procéder d'une délégation antérieurement accordée par l'assemblée générale dans le cadre d'un “armement préventif”, à condition que les mesures de défense aient été expressément autorisées par l'assemblée générale pour l'hypothèse d'une offre publique, dans les 18 mois précédant l'offre ou, au contraire, “à chaud” par l'assemblée pendant la période d'offre. Enfin, il convient de préciser que la décision de l'assemblée générale extraordinaire est prise aux conditions de quorum et de majorité prévues pour les assemblées générales ordinaires (et non extraordinaires).

LA QUESTION DE LA NATURE JURIDIQUE DES BONS

Reste que de nombreuses questions juridiques demeurent. À commencer par celle relative à la nature juridique de ces bons. Au moins deux qualifications sont possibles. Selon une première analyse, ces bons auraient une nature juridique ambiguë et ne seraient pas des valeurs mobilières, et ce d'autant plus qu'ils peuvent être caducs. Selon une deuxième interprétation, il s'agit de bons qui relèvent de la définition des valeurs mobilières donnant accès au capital de l'article L. 228-91 C. com, ce qui autorise leur cotation. Pour le comité juridique de l'ANSA, là encore saisi, les caractéristiques des bons d'offre correspondent à celles rencontrées habituellement dans le cas des BSA, lesquels sont clairement soumis aux dispositions de l'article L. 228-91 C. com (sauf en ce qui concerne l'autorisation de leur émission par une AGE soumise aux règles de quorum et de majorité des AGO). Ces bons sont donc naturellement négociables, comme toutes les valeurs mobilières. Même si l'assemblée ou, sur délégation, le conseil peut décider leur inaliénabilité temporaire, cela ne remet pas en cause leur négociabilité. On reste toutefois perplexe devant une telle qualifica-

tion. Comment seraient protégés les droits des titulaires de bons qui, une fois admis aux négociations sur un marché réglementé, verraient ces droits remis en cause suite à leur caducité de plein droit une fois l'offre hostile échouée ? Sans même évoquer leur admission sur un marché réglementé, ces bons sont de plein droit négociables. Or, la négociabilité de principe des valeurs mobilières ne fait pas bon ménage avec cette caducité automatique. Par ailleurs, mais il s'agit là d'un argument plus économique que juridique, que penser d'une mesure qui permet au loup de s'incruster dans la bergerie, dans la mesure où l'attribution de ces bons profitera aussi à l'initiateur hostile déjà détenteur d'une partie importante du capital ? Enfin, l'on reste dubitatif sur les conditions dans lesquelles l'amendement du gouvernement a été discuté après un minimum de concertation avec les professionnels. Au final, cette faculté d'émission, pour laquelle le ministre de l'Économie a précisé devant le Sénat qu'elle avait vocation “à être utilisée aussi peu que possible”, reste une arme bien redoutable aux contours juridiques encore incertains. Moins qu'une arme de dissuasion, elle pourrait s'avérer être une arme de destruction massive tant pour la société émettrice que pour ses actionnaires. ■

[1] Selon l'article L. 233-32-II, 1^{er} alinéa, “sans préjudice des autres mesures permises par la loi, l'assemblée générale extraordinaire de la société visée, statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L. 225-98, peut décider l'émission de bons permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de ladite société, et leur attribution gratuite à tous les actionnaires de cette société ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre publique”.

[2] Récemment interrogé, le Comité juridique de l'ANSA a considéré que ce sont toutes les personnes légalement propriétaires d'actions de la société cible à la date de publication des résultats de l'offre et non à la date de dépôt de cette offre qui reçoivent de tels bons.

Offres publiques

Interventions des PSI pour compte propre

● L'AMF apporte des éclaircissements aux questions relatives aux restrictions particulières s'appliquant, en période d'offre publique, aux interventions relevant du service de la négociation pour compte propre des prestataires de services d'investissement (PSI), agissant en qualité d'établissement présentateur ou conseil de l'initiateur ou de la cible. Les réponses apportées par le régulateur ne le sont toutefois qu'à titre interprétatif. Les transactions portant sur les titres de la société visée par l'offre doivent être effectuées uniquement sur un marché réglementé, à l'exclusion donc d'opérations de gré à gré et même sur un MTF. Pendant la période d'offre, les transactions déclarées à Euronext Paris sont réputées avoir été réalisées sur le marché réglementé dès lors que les transactions sont réalisées, soit dans le carnet d'ordres central, pendant la séance, soit au cours de clôture, après la séance. L'AMF rappelle que les déclarations effectuées en cours de séance sur les titres de la société visée sont rejetées par le système TCS (Trading Confirmation System). Elle précise alors qu'il convient donc de les saisir après la clôture (et au cours de clôture). L'AMF ne donne aucune précision quant à la portée territoriale de son règlement, que ce soit lorsque le titre fait l'objet d'une multiple cotation sur des marchés réglementés européens, ou d'admission sur des MTF européens régis par une autorité non française, ou bien encore du cas de transactions de gré à gré effectuées hors de France (entre une succursale d'un PSI agréé en France et une contrepartie régie

par une autorité étrangère). Or, ce sont ce type de situations qui cause problème. Que l'on songe récemment encore à Arcelor ou Euronext : pour cette dernière société, le Take over Panel britannique s'est déclaré compétent (au titre de l'article 8.3 du City code) pour obtenir les reportings de toutes les transactions (y compris donc celles effectuées hors du Royaume-Uni) sur le titre Euronext, au motif que cette société, bien que n'ayant pas lancé une OPA sur le LSE, avait manifesté un intérêt sur cette société.

Pour en revenir à la situation en France, l'AMF définit les conditions applicables dans différents types de transactions : offre en numéraire, par échange de titres, opérations de contrepartie, opérations basées sur un panier d'actions, prêts-emprunts de titres, rachats de titres. Elle précise aussi la conduite des PSI signataires d'un contrat de liquidité ou d'apporteur de liquidité.

Enfin, L'AMF rappelle qu'il existe un calendrier des restrictions applicable tant à l'initiateur, qu'aux personnes agissant de concert avec lui, mais aussi aux interventions pour compte propre effectuées par l'établissement-conseil de l'initiateur, l'établissement-conseil de la société visée, l'établissement présentateur de l'offre, toute société de leur groupe. Le règlement général AMF a pour effet d'étendre à l'établissement conseil de la société visée les règles applicables aux sociétés qui se rangent du côté de l'initiateur et à encadrer ses interventions pour compte propre de manière plus stricte que celles de la société visée.

Directive MIF

Report de la date d'application

● La Commission européenne a proposé de retarder la date de transposition maximum pour les États membres et la date d'application de la directive MIF aux PSI. Par une directive 2006/31/CE du 5 avril 2006 du Parlement européen et du Conseil, la date de transposition de la directive est reportée du 30 avril 2006 au 31 janvier 2007, et celle d'application de la directive au 1er novembre 2007.

Corrélativement, la directive relative aux services d'investissement du 10 mai 1993 reste en vigueur jusqu'au 1er novembre 2007, date à laquelle elle est abrogée.

Le nouveau texte prévoit clairement de distinguer la date de limite de transposition par les États membres dans leur droit national de celle relative à l'application par les intermédiaires des dispositions issues de ces textes. Le 5e considérant de la directive 2006/31/CE indique ainsi très clairement que le "délai imparti

aux entreprises d'investissement et établissements de crédit pour se conformer aux nouvelles exigences [doit] être différé pour une période courant à partir du moment où les États membres ont effectué la transposition dans leur droit national".

À côté de cette modification, le texte nouveau insère un nouvel article 2 bis dans la directive MIF, disposition passée relativement inaperçue par les professionnels et selon laquelle "aucune des mesures d'exécution adoptée ne peut modifier les dispositions essentielles" de la directive MIF. Il s'agit là d'un ajout à la demande du Parlement qui estime que la Commission outrepassa parfois ses pouvoirs d'exécution, ce qui peut conduire à des conflits avec ses propres compétences législatives. Il y a donc une volonté très nette de contrôle plus stricte par le Parlement dans l'exercice par la Commission des pouvoirs de niveau 2 du processus Lamfalussy.

Adhésion obligatoire

Conseillers en investissement

● Par un communiqué de presse en date du 12 avril 2006, l'AMF a rappelé l'urgence pour les conseillers en investissement à adhérer à l'une des associations représentatives agréées par l'AMF. Introduit par la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003, l'article L.541-4 du Code monétaire et financier fait obligation aux personnes exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissements financiers, d'adhérer à l'une des associations professionnelles agréées par l'AMF.

À l'issue des travaux réglementaires mettant en œuvre cette importante réforme, l'AMF a

procédé à l'agrément de six associations chargées de la représentation collective et de la défense des droits et intérêts des CIF. Même si d'autres associations peuvent encore solliciter leur agrément, l'AMF estime que le dispositif légal et réglementaire est désormais complet et opérationnel. En conséquence, tous les CIF sont invités à adhérer sans délai à l'association de leur choix, étant précisé que la loi impose une telle adhésion aux CIF personnes physiques agissant à titre indépendant et aux personnes morales exerçant l'activité de CIF.

L'AMF rappelle que les personnes

qui s'engagent dans une activité de conseil en investissements financiers ou qui poursuivent une telle activité, sans avoir adhéré à l'une des associations agréées par l'AMF, s'exposent à des sanctions pénales en application de l'article L.573-9 du Code monétaire et financier.

Les associations agréées par l'AMF ont pour mission d'encadrer l'activité des CIF et de les représenter. Elles procèdent à l'enregistrement des CIF sur une

liste tenue à jour et consultable par le public sur le site internet de l'AMF. Les associations s'assurent du respect par leurs adhérents des codes de bonne conduite qu'elles ont adoptés, et qui ont fait l'objet d'une approbation par l'AMF. À ce titre, les associations professionnelles procèdent à des contrôles réguliers de leurs adhérents. Elles ont également en charge l'actualisation régulière des connaissances des CIF.

Règlement général de l'AMF

Examen des relations contractuelles entre un PSI et ses clients

● En application des dispositions prévues à l'article 143-2 de son règlement général, l'AMF demande aux prestataires habilités d'effectuer un contrôle portant sur les conditions dans lesquelles ils s'acquittent de leurs obligations professionnelles en matière de formalisation des relations avec les personnes avec lesquelles ils sont en relation d'affaires, et de lui adresser, pour le 30 septembre 2006, un rapport formalisant ces contrôles. Il est ainsi demandé aux responsables du contrôle des services d'investissement (RCSI) : d'une part, de décrire les modalités de mesure et de suivi du risque de non conformité de ces liens d'affaires dans leur société et d'autre part, d'effectuer un recensement de l'ensemble des types de liens d'affaires existant avec des tiers, personnes physiques ou morales, en relation avec la fourniture de services d'investissement, et de vérifier la correcte formalisation de ces relations au sein d'un contrat valide et accessible. Cet examen ne devra pas porter sur les relations contractuelles avec la clientèle.

Il est demandé aux RCSI d'indiquer si ce risque fait ou non l'objet d'un suivi formalisé dans leur société, de décrire les modalités de ce suivi, et de donner une estimation de l'importance et de la nature de ce risque dans leur société. Ainsi, par nature de prestation, et en distinguant celles qui sont fournies de celles qui sont reçues, l'AMF demande d'évaluer la proportion de ces relations qui sont formalisées au sein d'une convention. Il est également demandé aux RCSI de s'assurer de la validité de ces conventions en vérifiant un certain nombre de clauses de façon spécifique. Ils devront de plus s'assurer de l'archivage de ces conventions dans des conditions d'accessibilité et de sécurité satisfaisantes. Enfin, ils doivent rendre compte des vérifications ainsi opérées dans leur rapport.

Position de l'AMF

Transactions des dirigeants sur les titres de leur émetteur

● L'arrêté du 9 mars 2006 portant homologation des modifications du règlement général AMF a été publié au JO le 21 mars 2006 et prévoit (en application de l'article L. 621-18-2 du Code monétaire et financier tel que modifié par la loi du 20 juillet 2005 dite loi "DDAC") qu'il appartient désormais aux dirigeants et personnes assimilées ainsi que celles qui leur sont étroitement liées, de transmettre leur déclaration sur l'opération qu'ils réalisent ainsi que l'avis d'opéré y afférent à l'AMF. Le mode de transmission ainsi que le modèle type de déclaration ont été précisés par une instruction de l'AMF n° 2006-05 du 3 février 2006. L'AMF a complété cette instruction par une "position", précisant le champ des opérations concernées et des personnes visées par l'obligation déclarative. L'obligation de déclaration s'applique aux dirigeants des sociétés cotées sur Eurolist, Alternext ou le Marché libre ou faisant simplement appel public à l'épargne en France. Une des difficultés de ce texte tient à la définition des personnes assimilées à des dirigeants, ces derniers étant compris comme les membres du conseil d'administration, du directoire ou du conseil de surveillance, du directeur général, du directeur général unique, du directeur délégué ou du gérant de l'émetteur. Est assimilé à un dirigeant toute personne qui, d'une part a le pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution et la stratégie de l'émetteur, et d'autre part, a un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement cet émetteur. La question s'est posée de savoir,

selon le mode d'organisation et de fonctionnement des entreprises, s'il fallait inclure dans cette définition les membres du comité exécutif, ou tous les cadres dirigeants, voire même toute personne qui serait cataloguée comme un initié permanent au sein d'une entreprise. Mais, pour l'ensemble de ces catégories, c'est oublier la condition cumulative imposée par le Code monétaire et financier : il faut que la personne ait à la fois le pouvoir de prendre des décisions de gestion et ait un accès régulier à des informations privilégiées. Or, si bien des cadres des entreprises ont disposé bien d'informations privilégiées, rares sont ceux qui en disposent de façon régulière. Quant à la condition relative au pouvoir de prise de décision de gestion, elle ne peut incomber qu'aux administrateurs d'une société. Sur ce point, l'instruction de l'AMF est muette. Dès lors, il semble que cette catégorie des personnes assimilées à des dirigeants soit creuse et sans contenu. L'AMF, après réception de l'avis d'opéré afférent à l'opération déclarée, publie ces déclarations sur son site Internet. Selon l'AMF, il convient, lors de l'assemblée générale annuelle de la société, que le rapport de gestion présente un état récapitulatif des opérations réalisées par les dirigeants et par leurs proches au cours de l'exercice écoulé. L'obligation de déclaration ne dispense évidemment pas les personnes concernées de l'obligation de s'abstenir de toute opération qu'elles effectuent sur les titres de la société dès lors qu'elles ont connaissance d'une information privilégiée.