

Les offres publiques et la cible



Marie-Christine de Nayer
Responsable du droit
de l'ingénierie financière
Direction des affaires juridiques
Société générale

La réforme des OPA est à l'ordre du jour ; le président de la République a publiquement observé que les sociétés cotées françaises étaient offertes sans défense à d'éventuels attaquants et le ministre de l'économie et des finances a, en installant le Conseil des marchés financiers (CMF), souhaité que celui-ci donne la priorité dans ses travaux à la modification du titre du règlement général du Conseil des bourses de valeurs (CBV) relatif aux offres publiques. Curieusement, c'est pourtant non pas le règlement général du CBV mais un règlement de la Commission des opérations de bourse (Cob) n° 89-03 et la jurisprudence largement fondée sur ce règlement qui déterminent les marges d'action des sociétés cibles.

Les moyens actuels dont dispose la cible

Le droit d'expression

Le premier droit de la cible, ou plutôt de son conseil d'administration, est de faire connaître sa position quant à l'offre : en effet, l'article 10 du règlement 89-03 de la Cob prévoit que dès que la note d'information de l'initiateur est visée par elle, celui-ci en transmet un exemplaire à la société cible et son article 11 que la société cible établit également une note d'information comportant notamment «*l'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance sur l'intérêt ou le risque que présente l'offre pour la société visée et pour ses actionnaires ; les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été obtenu, les administrateurs minoritaires pouvant demander qu'il soit fait état de leur identité et de leur position*». Dans le cas d'offres amicales, la note

d'information peut être commune ; elle comporte également l'avis du conseil d'administration. C'est cet avis qui détermine en fait le caractère amical ou hostile d'une offre. Si le conseil juge l'offre négative pour la société, il a à l'occasion de développer auprès des actionnaires son argumentation ; si au contraire, il la juge positive, c'est pour lui l'opportunité de leur recommander d'apporter leurs titres. C'est, en fait, la seule traduction concrète du caractère amical d'une offre puisque l'on verra ensuite que la cible ne peut en aucune autre manière aider un initiateur contre un compétiteur hostile. Il est à noter que, sans que cela figure dans son règlement, la Cob demande également aux administrateurs leurs intentions en tant qu'actionnaires par rapport à l'offre.

Le règlement 89-03

Le règlement 89-03 de la Cob précise, dans son article 3 que «*pendant la période d'offre publique, l'initiateur et la société visée s'assurent que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées.*

«*Si les dirigeants des sociétés concernées décident d'accomplir des actes autres que de gestion courante, ils en avisent la Commission afin de lui permettre de veiller à l'information du public et de faire, le cas échéant, connaître son appréciation.*

«*La compétition s'exerce par le libre jeu des offres et de leurs surenchères. Dès le dépôt du projet d'offre, les dirigeants de la société visée ne peuvent accroître les participations d'auto contrôle existant à cette date.*

«*Sauf lorsqu'elle résulte d'une obligation législative, aucune clause d'agrément statutaire d'une société visée, inscrite à la cote officielle ou à la cote du second marché, ne peut être*

opposée à l'initiateur d'une offre publique pour les titres qui lui seraient apportés dans le cadre de son offre.»

Cet article rappelle d'abord que les actes des dirigeants de la société cible doivent être inspirés par l'intérêt social et non par le souci de leur propre survie à la tête de la société cible. Ce principe joue aussi bien pour les offres hostiles que pour les offres amicales : il implique que les dirigeants ne peuvent utiliser de moyens contraires à l'intérêt social contre une offre qu'ils jugent hostiles, mais aussi qu'ils ne peuvent considérer une offre comme amicale uniquement parce que l'offreur leur offre des garanties ou avantages personnels ; c'est dans cet esprit qu'au Royaume-Uni où le même principe s'applique sous le nom de devoir fiduciaire des dirigeants vis-à-vis de la société, ces derniers sont tenus de révéler les avantages que leur réserve l'initiateur en cas de succès.

Les actes de gestion courante

La société cible ne peut, en principe, accomplir pendant la période d'offre que des actes de gestion courante ; certes, le règlement prévoit une simple information de la Cob pour les autres décisions, mais si la Cob se déclare opposée à une décision envisagée, la société sera amenée à y renoncer. C'est ainsi que l'on n'a jamais vu, en France, une société cible procéder à des cessions d'actifs alors que cette pratique est pourtant admise au Royaume-Uni dont le droit des OPA a largement inspiré la France. La limite de ce droit au Royaume-Uni réside dans l'obligation fiduciaire des administrateurs qui s'entend comme un devoir vis-à-vis de la collectivité de la société incluant non seulement ses actionnaires, mais aussi ses salariés, ses clients et ses créanciers. La même limite serait pourtant constituée en France par l'obligation de respecter l'intérêt social. En somme, au Royaume-Uni, la société cible peut être gérée normalement en période d'offre, sous réserve que les décisions ne soient pas inspirées par le seul intérêt personnel des dirigeants alors qu'en France, les sociétés cibles sont de fait paralysées pendant les offres au risque que leur situation économique se dégrade si la période d'offre est trop longue.

L'auto contrôle

L'acquisition de titres d'auto contrôle est interdite. L'intérêt que pourrait présenter une telle acquisition en tant que telle n'est pas évident car ces titres étant dépourvus de droits de vote, leur retrait du marché a pour seul effet de diminuer le coût de l'offre pour l'initiateur qui peut acquérir le contrôle avec moins de titres et les trouve ensuite en quelque sorte dans la corbeille de la mariée. Si l'acquisition elle-même ne pose d'autre problème qu'éventuellement celui de l'intérêt social, le fondement de cette interdiction résidait vraisemblablement plutôt dans la crainte que la cible accumule des titres pour les revendre ensuite à un chevalier blanc. Or, depuis l'OPA sur Perrier, il est admis que la cible ne peut disposer, en période d'offre, même de l'auto contrôle constitué avant l'offre : le tribunal de commerce de Paris a, en effet, par un jugement en date du 16 mars 1992, annulé la vente des actions d'auto contrôle de la société Perrier en relevant notamment que «*la cession de l'auto contrôle... ne saurait être assimilée à un acte de gestion courante ; ... que cette cession a pour effet de compromettre le libre jeu des*

offres et des surenchères, elle est donc elle-même prohibée au même titre qu'un accroissement d'auto contrôle dès lors qu'elle aurait les mêmes conséquences ; ... qu'ainsi, s'il est légitime qu'une société cherche à se défendre contre une tentative d'agression extérieure, elle ne peut le faire qu'ouvertement, dans le respect de l'intérêt des actionnaires et, à partir du moment où une offre publique est déclenchée, elle ne peut réagir que par le biais d'une offre publique concurrente et non par des moyens détournés qui auraient pour effet de fausser le déroulement de l'OPA ; ... que les conséquences [de cette opération] peuvent être si importantes que sa réalisation doit veiller tout particulièrement à préserver les intérêts des actionnaires, de l'équilibre des influences au sein du conseil, aucun groupe ne devant être favorisé au détriment d'un autre ; ... qu'une cession effectuée à un cours de marché sans tenir compte de la valeur stratégique d'un paquet d'actions et de droits de vote aussi importants et à un prix inférieur de près de 20 % à ce qui allait être offert quelques jours plus tard (sic)... a porté atteinte à l'intérêt social de Perrier.»

De cette motivation surabondante, sans doute motivée par l'embarras du tribunal du fait que la société ne faisait pas, à la date de la cession de l'auto contrôle, l'objet d'une OPA et qu'il a dû d'abord établir que la société aurait dû se trouver sous OPA, on peut retenir l'idée que l'auto contrôle doit rester neutre et ne pas servir à favoriser certains actionnaires ou à modifier l'équilibre du conseil d'administration.

Les clauses d'agrément statutaire

Elles ne peuvent être opposées à l'initiateur d'une offre publique ; ce principe a un champ d'application de plus en plus limité car l'article 5-1-13 du règlement général du CBV, applicable à l'admission tant à la cote officielle qu'au second marché, précise à propos des titres de capital dont l'admission est demandée que «*leur cession ne doit être assujettie à aucune clause d'agrément*». Ces clauses sont devenues l'exception dans les sociétés cotées.

Les augmentations de capital

Ainsi, le règlement 89-03 de la Cob n'autorise les sociétés cibles qu'à faire connaître leur point de vue sur les offres ; la loi de 1966 sur les sociétés commerciales leur offre une autre possibilité : en effet, le paragraphe IV de l'article 180 dispose que «*toute délégation de l'assemblée générale est suspendue en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la société, sauf si l'assemblée générale, préalablement à l'offre, a autorisé expressément, pour une durée comprise entre les dates de réunion de deux assemblées appelées à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé, une augmentation de capital pendant ladite période d'offre publique d'achat ou d'échange et si l'augmentation envisagée n'a pas été réservée*». Dans les faits, la quasi totalité des sociétés cotées fait rituellement voter, chaque année, à l'assemblée générale une résolution l'autorisant à faire usage, en période d'offre, des délégations qui lui ont été consenties. Ce vote procède d'un pur formalisme car il intervient nécessairement en dehors de toute perspective concrète d'offre et son caractère répétitif n'incite pas les actionnaires à s'interroger sur l'opportunité de consentir cette délégation spécifique. C'est pourquoi le sénateur Marini, dans son rapport, a proposé que cette auto-

risation ait la même durée de vie que l'autorisation d'augmentation de capital, de telle sorte que ce soit au moment où l'assemblée consent une délégation au conseil d'administration qu'elle s'interroge sur le point de savoir si elle souhaite également qu'il puisse en faire usage en période d'offre. Quoi qu'il en soit, dans l'état actuel des choses, la très grande majorité des sociétés cotées dispose de cette faculté et, sous réserve qu'il reste un montant de capital autorisé non émis, ce qui est également le cas le plus courant, les sociétés prévoyant des montants d'autorisation excédant largement leurs besoins, elles pourraient en faire usage ; or cela n'a jamais été le cas. Différentes raisons peuvent être avancées :

- d'abord un problème de délai, une augmentation de capital pouvant difficilement être réalisée à l'intérieur de la période d'offre. Cette raison apparaît peu convaincante car l'article 5-2-10 du règlement général du CBV prévoit que *«pendant toute la période de validité d'une offre, le conseil peut proroger la date de clôture de cette offre»*. Le conseil pourrait donc prolonger l'offre pour permettre la réalisation de l'augmentation de capital ;

- ensuite un problème de motivation ; le règlement 89-03 rappelle que toutes les décisions de la cible doivent respecter l'intérêt social. Une augmentation de capital ne peut être lancée à seule fin de compromettre le succès de l'offre, il faut qu'elle ait une finalité utile à l'entreprise, laquelle doit être exposée dans le prospectus d'émission. Elle doit donc répondre à un besoin, auquel cas il n'y a pas de raison pour que ce besoin apparaisse précisément en cours d'offre, ou permettre un développement nouveau, interne ou externe ; dans ce dernier cas, il s'agit de permettre la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie, ce qui ne procède assurément pas de la gestion courante évoquée par le règlement 89-03 et on peut se demander si la Cob accepterait de viser un tel prospectus. Cette problématique de la motivation de l'opération amène à s'interroger sur la nature des produits qui peuvent être émis en période d'offre : en effet, le texte précité ne mentionne que l'augmentation de capital, ce qui semble ne permettre que l'émission d'actions, alors que cet alinéa s'insère dans un article traitant de l'autorisation d'émission de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à une quotité du capital, ce qui englobe les augmentations de capital non seulement actuelles mais aussi potentielles. La réponse à cette contradiction réside sans doute dans la finalité de l'opération puisque celle-ci doit effectivement procurer à la société les fonds nécessaires à la réalisation du projet qu'elle est destinée à permettre de financer ;

- enfin un problème d'efficacité ; la loi excluant les augmentations de capital réservées, l'opération ne pourrait se faire qu'avec ou sans droit préférentiel de souscription, c'est-à-dire, dans ce dernier cas, dans le public. Une opération avec droit préférentiel de souscription supposerait le problème résolu, car cela signifierait que les actionnaires seraient prêts non seulement à ne pas aller à l'offre, mais encore à remettre des fonds dans la société. Une augmentation de capital dans le public peut également être souscrite par l'initiateur de l'offre avec le seul effet de renchérir l'opération pour lui, ce qui peut parfois excéder ses capacités financières mais peut ne pas suffire à le décourager, notamment s'il peut espérer, après avoir réussi son offre, récupérer ces fonds par une réduction de capital.

Il faut noter, à ce sujet, qu'il existe une imprécision dans les textes quant à l'étendue des obligations de l'initiateur d'une offre : son offre est, dès son dépôt, irrévocable et

porte obligatoirement sur 100 % des titres de capital et de ceux donnant accès au capital. Toutefois, il s'agit des titres existant au moment du lancement de son offre dont le nombre est généralement précisé au moment du dépôt de son offre. Aucun texte ne précise ce qu'il advient de ses obligations en cas d'augmentation du nombre de ces titres en cours d'offre. Le bon sens veut qu'il ait la possibilité de retirer son offre car, d'une part, il n'a pas nécessairement les moyens de payer les titres complémentaires et, d'autre part, la garantie d'un ou plusieurs établissements relevant de la loi bancaire exigée par l'article 5-2-1 du règlement général du CBV est accordée pour un montant de risque déterminé et ne peut être automatiquement majorée du seul fait de la décision d'un tiers.

Le principe de libre jeu des offres et des surenchères

Le recours à l'augmentation de capital est donc, lui aussi, d'un maniement délicat ; faute de disposer d'autres moyens efficaces de défense que la persuasion des actionnaires, les sociétés cibles peuvent être tentées de chercher un allié qui suscitera une offre lui permettant de verrouiller le capital ou qui, si une offre hostile a déjà été déposée, fera une contre-offre leur paraissant plus conforme à leurs intérêts.

C'est la première démarche qu'avaient accomplie les dirigeants de la société OCP ; cette société, pour assurer son indépendance, avait dévolu l'essentiel de son activité opérationnelle à deux filiales constituées sous la forme de sociétés en commandite. Les commandités de ces deux sociétés avaient ensuite, la veille du dépôt par la société Gehe d'une offre publique sur l'OCP, conclu des accords avec ce dernier aux termes desquels ils lui céderaient 75 % des titres des sociétés commanditées s'il obtenait 50 % des actions de l'OCP. Cet accord garantissait donc à l'initiateur qu'en cas de succès de son offre, il disposerait effectivement du contrôle opérationnel sur cette entreprise. La cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 27 avril 1993, a considéré que *«Les accords susvisés permettront à la société Gehe AG de contrôler la gestion de la société OCP en cas de succès de son opération, ce qu'aucun autre compétiteur n'est assuré d'obtenir et qu'ainsi l'offre publique de cette société bénéficie en l'état d'un avantage évident de nature à priver toute éventuelle contre-offre d'égalité dans la compétition et par conséquent à en dissuader la présentation ; qu'il ne peut être soutenu... que les accords litigieux sont antérieurs à l'offre publique dès lors qu'ils sont indissociables du projet d'opération de bourse sans lequel ils seraient sans objet et auquel ils renvoient expressément par la condition suspensive dont ils sont assortis ; considérant qu'au surplus, lesdits accords, à la fois indispensables à l'offre publique sur les actions de la société Gehe et dissuasifs de toute initiative concurrente qui n'aurait pas acquis les mêmes avantages, ont pour effet d'interdire le libre jeu des offres et des surenchères pendant le déroulement de l'offre publique ; que si, afin de protéger son indépendance, le groupe OCP s'est doté d'une structure juridique dont la licéité ne peut être discutée dans la présente instance, le dispositif mis en place ne saurait pour autant, sans violer la réglementation boursière, donner aux associés des deux sociétés, associées commanditées de ses filiales opérationnelles, la faculté discrétionnaire de concéder à tel compétiteur de leur choix un avantage déterminant par avance le succès de son offre publique en faussant le jeu*

des offres et des demandes». Il est à noter qu'alors que, dans sa décision concernant Perrier, le tribunal de commerce s'était attaché à examiner l'opération de cession contestée au regard de l'intérêt social de la société, cette notion, pourtant présente dans le règlement 89-03, n'est même pas évoquée dans cet arrêt qui ne s'attache qu'au principe posé par le même règlement de libre jeu des offres et des demandes dont il fait une sorte de principe général du droit des offres publiques. L'extension jurisprudentielle de ce principe aux sociétés cibles n'allait pas de soi : on aurait pu comprendre que ce principe s'appliquait aux tiers et visait à empêcher quelqu'un de faire échouer une offre en ramassant des titres sur le marché, sans rien offrir aux minoritaires, mais que la société cible qui, elle, ne peut acheter de titres sur le marché, n'était tenue que par l'impératif de respecter l'intérêt social et il n'est pas certain que la Cob, lorsqu'elle a élaboré son règlement, ait entendu lui donner ce champ d'application.

Quoi qu'il en soit, cet arrêt interdit à la cible de donner une portée concrète à la notion d'offre amicale, pas seulement lorsqu'il s'agit de favoriser une offre par rapport à une autre, mais même lorsqu'il s'agit de décourager une offre non encore déclarée. Le professeur Viandier, dans son commentaire de cet arrêt (JCP n° 25, 1993), relevait que *«l'offre publique est vue comme un bienfait au motif qu'elle est un facteur d'animation du marché et occasion de plus-values pour les actionnaires... Semblable approche qui aboutit à tenir toute société cotée pour une société ouverte, apte à être l'objet d'une mise aux enchères, revient à assujettir l'intérêt social aux impératifs de l'offre publique. Rien ne doit résister à l'intérêt du marché.»*

Le même principe de libre jeu des offres et des surenchères aboutit à remettre en cause l'efficacité des engagements d'apport à une offre ; dans l'arrêt Sucrerie de Chalon (27 octobre 1993), la cour d'appel, après avoir relevé qu'*«aucune disposition de la réglementation boursière n'interdit la conclusion de telles conventions, observe que, portant sur 10,66 % du capital de la Sucrerie de Chalon, les promesses de cession faites à titre irrévocable ne sont pas, par elles-mêmes, de nature à rendre impossible une prise de contrôle de la société cible par l'auteur d'une surenchère ; qu'ainsi, elles n'ont pu porter atteinte au libre jeu des offres et des surenchères»*. A contrario, cela signifie que tel serait le cas si la part de capital concernée était suffisamment importante pour rendre impossible la prise de contrôle par un concurrent. Par extension, la Cob a obtenu, notamment de la part de la société Zuber-Laederich dans le cadre de l'offre sur la société Schaeffer, qu'elle s'engage à ne pas se prévaloir, durant la période des offres publiques, du droit de préemption dont elle bénéficiait (avis SBF du 5 mai 1994). De ce fait, les sociétés cibles ne sont pas certaines, si un de leurs actionnaires accepte de venir faire une offre amicale, que les accords conclus entre ses actionnaires lui assureront le succès.

Ce tour d'horizon manifeste bien qu'effectivement les sociétés cibles d'offres publiques n'ont guère d'autres moyens d'action que de rechercher un chevalier blanc

Quelle réforme ?

Il est envisagé d'allonger la durée des offres publiques. Cette mesure donnerait davantage de temps aux sociétés cibles pour susciter une contre-offre, notamment parce qu'un éventuel chevalier blanc peut avoir besoin d'un certain délai pour monter le financement de son offre, voire pour obtenir

les autorisations nécessaires : c'est ainsi par exemple que les sociétés anglaises doivent être autorisées par leur assemblée générale à lancer une offre publique. Un simple allongement s'inscrit dans les règles actuelles, mais il ne confère de défense supplémentaire aux sociétés cibles que pour autant qu'elles trouvent effectivement un chevalier blanc. Il laisse d'ailleurs également à d'autres initiateurs hostiles le temps de monter à leur tour une offre.

Une autre voie consisterait à utiliser cet allongement pour permettre à la société cible de réunir ses actionnaires en assemblée générale ; le dialogue direct avec les actionnaires pourrait être, en lui-même, un moyen plus efficace de les convaincre de ne pas aller à une offre jugée néfaste pour la société que la simple communication écrite. Un degré supplémentaire consisterait à leur soumettre un plan de défense : on pourrait imaginer que le conseil d'administration leur propose de voter des décisions stratégiques telles que des cessions d'actifs ou des acquisitions externes permettant de mettre en œuvre un nouveau plan de développement, voire une augmentation de capital décidée directement par l'assemblée en vue d'un objectif déterminé ou encore une scission ou une réduction de capital. C'est la souveraineté de l'assemblée qui légitimerait alors les décisions prises, d'autant que, si la société fait l'objet d'une offre publique hostile, cela implique nécessairement que l'assemblée n'est pas contrôlée. C'est l'approche britannique dans laquelle les sociétés ont une plus grande latitude d'action qu'en France, dès lors que les mesures prises sont approuvées par l'assemblée générale et où même les violations du devoir fiduciaire peuvent être couvertes par cette assemblée. Une telle possibilité qui bouleverserait profondément le régime actuel des offres publiques en France impliquerait d'adopter l'interprétation du principe de libre jeu des offres et des demandes évoquée plus haut selon laquelle ce principe ne s'applique qu'aux tiers, la société pour sa part étant contrainte seulement par la nécessité de respecter l'intérêt social. Les moyens de défense des sociétés cibles s'en trouveraient sérieusement renforcés si les dirigeants ont un projet alternatif à celui de l'offreur crédible à développer et arrivent à convaincre une part suffisante de leur actionnariat. Néanmoins une telle entreprise serait difficile car il s'agirait, le plus souvent, de convaincre les actionnaires de renoncer à une plus-value immédiate au profit de perspectives à plus long terme, en d'autres termes de faire appel à l'*affectio societatis*.

L'équilibre est difficile à élaborer entre, d'une part, le souci de permettre les offres publiques facteurs de dynamisme de l'économie et celui de préserver les intérêts des entreprises contre les excès découlant d'une recherche trop exclusive de gains à court terme. En somme, il y a les bonnes et les mauvaises offres publiques et à vouloir trier le bon grain de l'ivraie, on risque de compromettre les deux en même temps. Peut-être le balancier a-t-il penché trop exclusivement en faveur des «attaquants» ; il importe toutefois qu'il n'aille pas trop loin en sens inverse car il y va de la crédibilité du marché français des actions auprès des investisseurs étrangers. Néanmoins, la bonne santé du marché de Londres montre qu'un équilibre plus proche de celui élaboré au Royaume-Uni qui s'est attaché à ménager les intérêts de l'initiateur et de la cible serait acceptable par eux. ■