

Chronique financière et boursière



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas

Offre publique. Contrats optionnels. Opérations de «gestion courante» pendant la durée de l'offre. Information pendant la durée de l'offre

Alors que l'on pourrait penser – à tort – qu'il n'existe quasiment plus de difficultés en la matière compte tenu de la nombreuse jurisprudence apparue depuis 1989, la bataille boursière autour de l'offre publique de Casino est l'occasion d'approfondir le fonctionnement de la réglementation des offres publiques. La société Casino a fait l'objet de deux offres publiques conjointes de manière volontaire. Dans un premier temps, la société Promodès a déposé une offre publique d'achat sur 100 % du capital, avec toutefois faculté de renonciation. Celle-ci ayant été repoussée et jugée hostile par la direction de Casino, la société Rallye, actionnaire «de référence» de la société cible, a déposé à son tour une offre publique. Outre le fait que chacune des deux décisions de recevabilité du CMF fait l'objet d'un recours devant la cour d'appel de Paris (1), ces deux offres sur la société Casino sont l'occasion de faire le point sur certaines spécificités de la réglementation boursière. En effet, sans attendre l'issue de la bataille boursière et les conclusions de la cour d'appel de Paris, il est d'ores et déjà possible de s'attarder sur certaines conditions de ces offres. Deux éléments sont à cet égard particulièrement intéressants. Le premier concerne les modalités de défense de la société cible ; on se souvient que dès le dépôt de l'offre publique par Promodès, Casino a procédé à de nombreux achats de sociétés, conduisant à s'interroger sur le degré de liberté de gestion laissé à la direction de la société cible pendant la durée d'une offre. Le second élément intéressant concerne le sort de bons de souscriptions d'actions sur le capital de la société cible détenus par l'un des protagonistes, Rallye. Enfin, il sera dit quelques mots sur la publication récente des conclusions d'un groupe de travail de place en ce qui concerne l'information en période d'offre.

• Notre première réflexion concerne le degré de liberté de gestion laissée à la société cible de l'offre. Pendant longtemps, on a cru que les dirigeants de la société cible devaient se restreindre à la simple gestion courante de leur société, et qu'en particulier, la défense consistant à vider la société de ses actifs en procédant à la vente d'une partie du fonds de commerce ou des filiales, ou au contraire à augmen-

ter très sensiblement ceux-ci par des acquisitions massives, n'était pas possible. Il s'agissait d'une interprétation par trop restrictive du texte de l'article 3 du règlement Cob n° 89-03 lequel énonce 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*». Dès lors, ce texte ne vise pas tant à interdire les actes autres que de gestion courante, qu'à les soumettre à une obligation d'information du public par l'intermédiaire de la Cob qui pourra donner son appréciation. A cet égard, il est étonnant que la Commission se soit arrogée le droit d'interférer dans la gestion des entreprises en donnant son avis sur un acte qui ressort pleinement du pouvoir des dirigeants. On sait en effet que dans un domaine différent, celui de la portée des visas délivrés par la Cob (mais pas tout à fait éloigné, puisque dans les deux cas il s'agit de la protection de l'épargne par le contrôle de l'information), la jurisprudence cantonne la mission de la Commission à «*la vérification de l'objectivité des informations données sur l'opération en cause. Elle n'a aucun pouvoir pour juger en opportunité, pour susciter des contrôles administratifs ou alerter la presse. Cette attitude est constitutive d'un excès de pouvoirs*» (2). Concernant la notion de «gestion courante», la Commission en a précisé les contours en 1989, à l'occasion de l'offre Paribas sur la Compagnie de navigation mixte, même si à cette occasion, la possibilité pour la CNM de vendre une branche d'activité à l'une de ses filiales a été acceptée compte tenu de sa portée marginale dans l'opération (3). Pour autant, comme le souligne M. Viandier, les termes de gestion courante sont difficiles à interpréter «*dans la mesure où la notion [...] est rarement utilisée comme telle par les juristes*» (4). Il semble que la notion de gestion courante tend à écarter tout acte des dirigeants qui conduirait à modifier sensiblement la composition du bilan de la société. En définitive, grâce à l'offre Casino, une nouvelle défense anti-OPA est apparue en France.

• Le second point concerne le sort des bons de souscription d'action sur le capital de la société cible. Dans le dossier Casino, le CMF a indiqué qu'il ne se prononcerait sur les

bons de souscription Casino détenus par Rallye qu'en cas d'exercice effectif de ceux-ci. C'est la raison pour laquelle, dans un communiqué, le CMF a demandé à Rallye «*de lui faire connaître d'ici à la fin de la semaine prochaine ses intentions précises [...] afin que, dans le cadre des règles en vigueur, les dispositions nécessaires soient prises permettant d'assurer le bon déroulement des offres en lice et d'informer les porteurs de titres Casino en temps utile avant la transmission de leurs ordres de présentation ou la révocation d'ordre déjà transmis*». En pratique, la société Rallye a décidé d'exercer ses bons de souscription d'action Casino. Le CMF a estimé qu'au cas présent, l'exercice de ces bons ne conduisait pas Rallye à déposer une offre publique obligatoire à la suite des franchissements de seuils consécutifs à l'exercice de ces bons, la variation de la position de Rallye au sein de Casino n'induisant pas d'effet nouveau par rapport à l'offre conditionnelle de Promodès qui a annoncé renoncer à l'OPA s'il ne détient pas 50,1 % des droits de vote (5). Toutefois, il peut être intéressant d'examiner la problématique en dehors du contexte particulier de l'offre sur Casino. Avant de se pencher sur le fond du débat, on constatera que l'offre sur Casino a une nouvelle fois étalé au grand jour les conflits de compétence entre le CMF et la Cob en matière d'offre publique. En effet, alors que le CMF indiquait clairement dans le communiqué précité l'obligation pour Rallye de se prononcer sur le sort des bons de souscription litigieux, la Cob, de son côté, se bornait à indiquer que dans l'hypothèse où «*Rallye viendrait à exercer ses bons [elle] veillerait à ce que cette information soit immédiatement mise à la disposition du public et que les actionnaires puissent se déterminer en toute connaissance de cause*». Cette discordance aura toutefois permis au CMF et à la Cob de se prononcer conjointement à l'occasion d'un communiqué commun en faveur d'une meilleure information des marchés pendant le lancement d'une offre publique (cf. infra). D'une manière générale, il convient de se pencher sur le sort des contrats optionnels au regard de la réglementation des offres publiques. Par contrat optionnel, on entend toute convention qui donne à l'un des contractants le droit, mais non l'obligation, d'exercer à tout moment ou à une date précise, une option d'acheter, de vendre, de convertir ou de souscrire. Sont donc concernés, les options négociées sur le Monep, les contrats optionnels visés par les «*Règles d'organisation et de fonctionnement*» de la SBF-Bourse de Paris, les bons de souscription d'action, et toutes les promesses unilatérales de vente ou d'achat. Toutes ces conventions doivent être analysées au regard de l'article 3 du règlement n° 89-03 de la Commission des opérations de bourse aux termes duquel les initiateurs d'une offre publique et la société visée doivent s'abstenir de réaliser tout acte pouvant compromettre «*l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres de la société concernée*». Or, s'agissant des conditions de validité des promesses pendant une offre publique, la jurisprudence, longtemps hésitante, est aujourd'hui bien fixée quant à leur validité dès lors qu'elles ne contreviennent pas au principe de compétition entre les initiateurs fixé à l'article 3, alinéa 3 du règlement Cob n° 89-03. Dans l'affaire Nogefi/Nord Sambre, le tribunal a estimé que «*la réglementation des offres publiques n'est pas contraire et ne fait obstacle à l'exécution des conventions passées avant le lancement des offres entre les actionnaires privés*» (6). Dans le dossier Bidermann/Primistère, le tribunal de commerce a considéré qu'en l'état de la réglementation des offres publiques, «*les autorités boursières considèrent l'initiation*

d'une OPA, puis la survenance d'une OPA concurrente, comme n'affectant pas la validité d'engagements irrévocables antérieurs au déclenchement de ces procédures» (7). Dans le même temps, la Cob indiquait «*qu'à défaut de règles préexistantes, il ne lui appartenait pas de porter un jugement sur la licéité de conventions de droit privé dès lors que leur exécution était faite conformément à la réglementation boursière*» (8). Lors de l'affaire OCP, la cour a estimé en 1993 que si la licéité d'un montage juridique mis en place afin de protéger l'indépendance de la société cible ne peut être discutée à l'occasion d'un recours portant sur la recevabilité d'une offre, dès lors que les accords adoptés «*ont pour effet d'interdire le libre jeu des offres et des surenchères pendant le déroulement de l'offre*» le dispositif adopté ne peut être considéré comme valide au regard de la réglementation boursière (9). Enfin, quelques mois plus tard, dans le dossier Sucrierie raffinerie de Chalon/Balland, la même cour a rappelé là encore qu'elle n'était pas «*compétente pour connaître de la validité des conventions de cession d'une société au regard des règles du droit civil (mais) qu'aucune disposition réglementaire boursière n'interdit la conclusion de telles conventions*» (10). En conséquence, une promesse irrévocable de cession portant sur 10 % du capital ne contrarie pas la compétition entre les initiateurs.

Le sort des options et contrats optionnels doit aussi être examiné pour la détermination du nombre d'actions et de droits de vote détenus pour le calcul des seuils de détention. Les solutions dégagées ne sont pas uniformes selon le type de convention. On sait qu'aux termes de l'article 356-1-2, 4° de la loi du 24 juillet 1966, sont assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue à la déclaration «*les actions ou les droits de vote que cette personne ou l'une des personnes mentionnées aux 1° et 3° (de ce texte)*» (11) est en droit d'acquérir à sa seule initiative en vertu d'un accord». Doivent donc être pris en compte pour apprécier l'existence d'un franchissement de seuil, les contrats prévoyant l'existence d'une option d'achat de titres cotés au profit du cessionnaire, ce qui concerne les promesses unilatérales de vente acceptées par le bénéficiaire. Ainsi, de manière pratique, les autorités de marché ont très tôt considéré qu'il convenait d'ajouter au nombre d'actions et de droits de vote les promesses ayant fait l'objet d'un dépôt auprès de la SBF au titre des articles N.4.4.11 et N.4.4.12 des «*Règles d'organisation et de fonctionnement*» de la SBF-Bourse de Paris. Le Comité juridique de l'Ansa a approuvé cette position en considérant que le principe de déclaration dès la conclusion du contrat est applicable lorsque le bénéficiaire peut lever l'option sans délai préalable (12). Cependant, la rédaction du règlement général du CBV, tout comme celle du CMF aujourd'hui, n'est pas claire sur ce point. Si, lors de la réforme du règlement général en 1992 il avait été envisagé d'officialiser une règle en excluant expressément de l'assimilation des droits de vote ceux que l'intéressé peut, en vertu d'un accord, acquérir à sa seule initiative, cette proposition n'a pas été retenue, à la demande de l'Ansa (13). Par contre, s'agissant du capital potentiel (bons de souscription par exemple), la Cob a estimé que les droits de vote correspondants n'ont pas à être pris en compte (14). Cette position s'appuie sur l'article 356-11 de la loi du 24 juillet 1966 qui fait de la divulgation du nombre de titres donnant accès à terme au capital une obligation d'information complémentaire et distincte de celle des franchissements de seuils. La différence de traitement entre les contrats optionnels déposés auprès de

la SBF et les bons de souscription s'explique par leur nature respective. Dans le premier cas, les titres objets de la promesse sont déjà émis, alors que dans le second cas, il ne s'agit que de capital différé, les titres n'existant pas encore. En pratique, jusqu'à ce jour, seuls les contrats optionnels et les promesses de vente sont usuellement considérés comme entrant dans le champ d'application de l'article 356-1-2, 4°. Par contre, s'agissant des contrats d'options négociés sur le Monep, il est paradoxal de constater un silence sur leur sort. En pratique, la SBF estime que la détention de ces options ne doit pas être prise en compte pour le calcul du nombre d'actions ou de droits de vote pour les franchissements de seuils. En tout état de cause, il a toujours été admis que l'obligation de déposer une offre publique ne naît qu'une fois la promesse levée (15). Le sort réservé aux options Monep est surprenant. S'agissant de promesses, il est curieux qu'elles soient traitées de manière différente des contrats optionnels déposés à la SBF. L'Ansa a récemment estimé qu'en pratique il serait difficile de mettre en place un mécanisme de franchissement de seuils pour les options Monep. En conséquence, il conviendrait de distinguer les options exerçables à tout moment («à l'américaine») auquel cas le titulaire dispose clairement du droit d'acquérir «à sa seule initiative» et qu'il convient donc de déclarer, et celles qui ne sont exerçables qu'à l'échéance («à l'européenne») pour lesquelles le Comité juridique de l'Ansa estime, compte tenu de la très forte incertitude de leur exercice, qu'il est possible de s'exonérer de toute déclaration (16). Cette solution pragmatique a l'avantage, quel que soit le type d'option, de s'appuyer sur l'intention des parties : dès lors que l'acheteur a l'intention de lever son option, il conviendrait d'effectuer une déclaration.

• Les difficultés apparues à l'occasion de l'offre sur Casino auront révélé les besoins d'une meilleure information du marché en période d'offre. A ce titre, la Cob et le CMF ont reçu les conclusions d'un rapport d'un groupe de travail chargé de clarifier et harmoniser les obligations des établissements conseillers et présentateurs d'une offre. Les conclusions de ce groupe de travail, tout comme celle du groupe Lepetit sur les fusions (cf. infra), seront intégrées dans le règlement général du CMF et dans la réglementation Cob. Sans rentrer dans le détail, les recommandations se divisent en deux volets, l'un relatif au fonctionnement du marché, et l'autre concernant l'information du marché (revue du CMF de novembre 1997 n° 3 p. 3). Concernant le premier point, le groupe estime important que les établissements présentateurs et conseillers soient explicitement soumis au même régime que les initiateurs d'une offre dans leurs opérations pour compte propre, aussi bien avant le déclenchement de l'offre que pendant celle-ci. En pratique, les établissements présentateurs devront s'abstenir de toute intervention pour compte propre avant le début de l'offre, et ne pourront intervenir pour compte propre pendant l'offre que dans la mesure où l'initiateur y est lui-même autorisé. Cette mesure, qui a le mérite de la simplicité, risque toutefois de poser quelques difficultés dans les établissements. De plus, elle semble nier l'efficacité même de la notion de muraille de Chine entre les équipes «conseil» et celles de «trading». Le rapport précise aussi les conditions d'intervention des établissements présentateurs lors de leurs opérations d'arbitrage. L'arbitrage portant sur le marché du titre objet de l'offre publique est autorisé si cette activité est «connue pour être habituelle à l'établissement et menée dans le strict respect de murailles de Chine». Ces opérations devront toutefois faire l'objet d'une

déclaration quotidienne aux autorités de marché. Concernant le deuxième volet du rapport sur l'information du marché, celui-ci préconise d'élargir l'éventail des seuils de déclaration d'intention lors des franchissements dans le capital ou les droits de vote de la société cible d'une offre publique avec des obligations de communication dès le seuil de 5 % et ensuite par tranche de 5 % jusqu'à 30 %.

Ces dernières modifications viennent ainsi compléter la réflexion initiée il y a déjà quelques mois sur la réforme de la réglementation des offres publiques à la suite de la position du président de la République, en été 1996, appelant de ses vœux à une meilleure transparence de l'information et à une plus grande protection de la société cible. Pour le reste, il serait souhaitable que sur un certain nombre de ces points la cour d'appel de Paris apporte une réponse lors de l'examen des deux recours concernant la recevabilité de chacune des deux offres sur Casino.

(1) Compte tenu des dates d'examen de ces recours, et après avoir reçu acte du premier président de la cour d'appel de Paris, le CMF a en conséquence décidé de proroger les offres en sorte que leur clôture intervienne cinq jours de bourse au moins après le prononcé des arrêts : avis SBF n° 97-3620 du 31 octobre 1997.

(2) Cass. com. 9 juillet 1996, Cob/Mizon, *Banque & Droit* n° 49, septembre-octobre 1996, p. 25.

(3) *Rapport Cob*, 1989, p. 39.

(4) A. Viandier, «OPA, OPE, garantie de cours», *Litec*, 1993, p. 273, n° 1162.

(5) Pour prendre sa décision, le CMF a noté que (i) les franchissements de seuils ont été opérés à partir de titres détenus par Rallye avant l'ouverture de l'offre de Promodès, (ii) que lors du dépôt de son offre, Rallye a anticipé l'évolution de sa part en droits de vote par attribution de droits de vote double (iii) que la variation de la position de Rallye dans Casino due à l'exercice des bons n'emportait pas d'effet nouveau au regard de la condition posée par Promodès pour la réussite de son offre : *communiqué du CMF publié par Avis SBF* n° 97-3589 du 30 octobre 1997.

(6) Trib. com. Paris, 26 mars 1986, inédit, cité par L. Faugérolas et D. Martin, «Les pactes d'actionnaires», *JCP* 1989, éd. E, 15526, n° 18.

(7) Trib. com. 28 juillet 1986, *Rev. Sociétés* 1987, p. 58, note J.-J. Daigre.

(8) *Rapport Cob*, 1986, p. 30.

(9) Paris, 27 avril 1993, *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 396.

(10) Paris, 27 octobre 1993, *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 748, § 142.

(11) Il s'agit des personnes détenant des titres pour le compte d'autrui, des filiales de la personne tenue à l'information ou des personnes agissant de concert.

(12) *Ansa*, CJ du 4 juillet 1990.

(13) Cf. D. Martin et J.-P. Valuet, «Les offres publiques d'acquisition», *Ansa*, n° 189, 1992.

(14) *Rapport Cob*, 1985, p. 76.

(15) Cf. Paris, 24 juin 1991, Galeries Lafayette/Devanley, *JCP* 1991, éd. E, II, 215 où la cour a jugé que lorsqu'un actionnaire est assuré de détenir la majorité en droits de vote dès que ses actions se verront attribuer un droit de vote double, aucune opération de marché ne peut lui être imposée tant qu'il ne détient pas effectivement cette majorité.

(16) *Ansa*, CJ du 1^{er} octobre 1997.