

# Chronique *financière* *et boursière*


**HUBERT DE VAUPLANE**

 Direction des affaires juridiques  
BNP Paribas  
Président AEDBF

**JEAN-JACQUES DAIGRE**

Professeur de droit, Paris I

## II Actualités réglementaires

### Offre publique. Rapports avec le droit de la concurrence. Conditionnalité de l'offre

Le droit des offres publiques et celui des concentrations se sont pendant longtemps ignorés. Certes, la réglementation de la concurrence prévoit bien le cas des offres publiques comme une technique de concentration. Ainsi, en droit interne l'article L. 430-3 du Code de commerce opère un lien entre la notion d'« *opération de concentration* » et les procédures d'offres publiques dans la mesure où la publication d'une offre d'achat ou d'échange ou l'acquisition d'une participation de contrôle donnent lieu à notification au ministre de l'économie, notification qui doit intervenir concomitamment au dépôt de l'offre. Dans la mesure où l'opération de concentration ne peut intervenir qu'après l'accord du ministre de l'économie, il est prévu la possibilité pour les parties, « *en cas de nécessité particulière dûment motivée* » (art. L. 430-4 du Code de commerce), de demander au ministre une dérogation leur permettant de procéder à la réalisation effective de tout ou partie de la concentration sans attendre la décision du ministre. Tel est le cas d'une opération de concentration prenant la forme d'une offre publique. En droit communautaire, le règlement n° 4064/89 du 21 décembre 1989 prévoit l'obligation de notifier la Commission dans un délai d'une semaine à compter de la publication de l'offre (art. 4-1 du règlement). Aux termes d'un délai de trois semaines suivant la notification, la Commission peut décider l'ouverture d'une enquête qui suspend l'opération. Cependant, le règlement communautaire tempère ce principe de suspension en matière d'offre publique en précisant, par dérogation au régime général d'autorisation préalable des concentrations, que nonobstant la notification, l'offre publique peut être réalisée « *sous réserve que l'acquéreur n'exerce pas les droits de vote attachés aux participations concernées ou ne les exerce qu'en vue de sauvegarder la pleine valeur de son investissement et sur la base d'une dérogation spécifique octroyée par la Commission* » (art. 7-

3 du règlement). En conséquence, l'initiateur peut poursuivre son offre en acquérant les titres de la société cible, mais ne peut utiliser les droits de vote qui leur sont attachés qu'avec l'autorisation de la Commission et à condition de ne pas créer de situation irréversible. Que se passe-t-il cependant en cas de refus, postérieurement aux résultats de l'offre publique, des autorités de concurrence d'autoriser l'opération ? Telles ont été les situations d'impasse dans lesquelles se sont trouvés les opérateurs lors des rapprochements Schneider/Legrand et TetraLaval/Sidel. Il convenait dès lors de trouver une solution à ce problème qui ne pouvait que se répéter. À la suite des difficultés rencontrées à l'issue de ces deux affaires, le CMF a lancé une consultation de place sur la possibilité d'introduire dans la réglementation des offres publiques le choix, pour l'initiateur d'une offre, de conditionner celle-ci au regard de la procédure de concentration<sup>1</sup>. L'objectif est d'intégrer dans le droit des offres publiques des dispositions permettant à l'acquéreur de retirer son offre si les autorités compétentes en matière de concentration n'autorisent pas la prise de contrôle. Jusqu'à la modification du règlement général du CMF (à l'heure où nous écrivons ces lignes, l'arrêté d'homologation est à la signature du ministre), l'initiateur d'un projet d'offre avait toujours la possibilité de ne déposer son projet qu'après le résultat des procédures relatives aux concentrations (cf. récemment les cas de Péchiney, Usinor,...). Mais cette possibilité s'avérait souvent insuffisante devant la nécessité de procéder rapidement au dépôt de l'offre pour différentes raisons. Tout d'abord, confiant au moment de son offre sur les conséquences que peut avoir la concentration à l'issue de la procédure d'OPA, l'initiateur peut souhaiter réaliser l'offre rapidement afin de ne pas retarder le processus d'intégration des sociétés concernées par le rapprochement. Il peut aussi souhaiter déposer son projet d'offre sans tarder afin de prendre date et contraindre un éventuel concurrent à surenchérir sur son offre. En effet, l'absence de dépôt permettrait à un concurrent de déposer un projet à des conditions équivalentes voir inférieures à celles du projet annoncé mais non déposé, risque d'autant plus grand que le concurrent ne serait

peut-être pas lui-même limité par un problème de concentration. L'initiateur peut également avoir intérêt à « purger » au plus vite les délais liés à l'offre, notamment les délais de recours, susceptibles d'être déposés contre les avis de recevabilité et d'ouverture du CMF ou contre le visa de la COB. Enfin, dans les offres hostiles, l'initiateur ou le compétiteur dans un processus déjà amorcé, n'ont pas d'autre choix que de déposer leur offre, le dépôt devenant un élément décisif de leur stratégie et du calendrier. Toutes ces raisons militaient pour intégrer dans la procédure d'offres la prise en compte des contraintes liées au droit des concentrations, que ce soit au niveau national ou communautaire. Tel est le sens de la modification à venir du règlement du CMF aux termes de laquelle l'initiateur d'une offre peut prévoir lors du dépôt de son offre une condition d'obtention d'une décision autorisant le projet de la part des autorités françaises ou communautaires dans le cadre d'une première phase de contrôle de la concurrence. Inversement, en cas d'ouverture d'une procédure de contrôle de concentration, l'offre est automatiquement caduque. Si la solution retenue semble simple, plusieurs options étaient toutefois possibles, toutes nécessitant de respecter certaines contraintes. Celles-ci concernent la nature de la condition et le calendrier de l'offre. S'agissant de la nature de la condition, celle-ci ne devait pas être potestative, c'est-à-dire permettre à l'initiateur de retirer son offre pour cause d'ouverture d'une procédure de contrôle de concentration. La levée de la condition ne doit donc pas être liée à des facteurs subjectifs. Ainsi, un initiateur ne peut pas avoir la possibilité de retirer son offre si les conditions posées par l'autorité en charge de la concentration pour accorder son autorisation ne lui conviennent pas. La condition doit donc être liée à la survenance de faits précis : autorisation/rejet ou franchissement d'une étape décisive dans la procédure. Dans son nouveau règlement, le CMF prévoit que l'ouverture d'une phase particulière dans la procédure de contrôle des concentrations réalise la condition. Reste à savoir à quelle étape de la procédure des OPA rattacher la condition. Lors de la consultation de place, le CMF évoquait trois possibilités dans le calendrier d'une offre pour introduire une conditionnalité.

- Une première solution était de rattacher la conditionnalité au dépôt de l'offre, auquel cas l'autorisation relative à la concentration devrait être obtenue préalablement au dépôt de l'offre. Cette solution présentait plusieurs inconvénients. Le premier est qu'elle conduisait à rallonger systématiquement les délais d'offre même dans les cas fréquents où les problèmes de concentration peuvent être rapidement surmontés. La seconde difficulté tenait à une gestion difficile des offres concurrentes, du fait qu'elle contraignait un concurrent à surenchérir sur un projet qui ne serait pas déposé et qui pourrait d'ailleurs ne jamais l'être pour cause de concentration. Ou bien l'offre concurrente échappait elle-même à toute procédure de concentration : elle devenait alors l'offre initiale, battant en brèche le projet annoncé. Ou bien, elle était elle-même soumise à autorisation : elle ne pouvait alors être déposée qu'après le dénouement de sa propre procédure d'autorisation, éventuellement en surenchère sur le premier projet annoncé si celui-ci a finalement été déposé. On mesure les conséquences en termes de délais d'une telle solution : attendre

le dénouement des procédures d'autorisation, pour mettre les offres en concurrence conduisait à prendre le risque de rouvrir à chaque fois des délais longs pour cause de concentration. Enfin, cette solution était de nature à gêner nombre d'initiateurs, confiants sur le résultat de la procédure de concentration et qui souhaitent aller vite.

- Une deuxième solution consistait à conditionner l'ouverture de l'offre à l'autorisation des autorités de la concurrence, ce qui revenait à aligner la solution sur celui des autorisations administratives de sociétés appartenant à certains secteurs régulés (banque, assurance...). Cette voie n'était pas plus satisfaisante que la précédente dans la mesure où le projet d'offre aurait été officiellement déposé et la recevabilité suspendue à la réponse des autorités de concurrence. Cette solution souffrait des mêmes inconvénients que la précédente en termes de délais et d'offres concurrentes : les délais n'auraient été raccourcis que du délai d'examen du projet par le CMF, la durée de l'offre ne débutait qu'après l'autorisation. Quant aux offres concurrentes, si elles pouvaient être qualifiées de surenchères, cela n'allait pas sans quelques difficultés : il aurait fallu prévoir dans le règlement du CMF la possibilité de dépôt d'offres concurrentes avant l'ouverture de la première offre dans la mesure où il n'était pas possible de lier leur dépôt à l'issue du processus d'autorisation de la première offre. Cette éventualité risquait alors de déclarer recevable une offre concurrente par rapport à un projet déposé et déclaré lui-même recevable, mais qui pouvait être anéanti si l'autorisation des autorités de concentration n'était pas obtenue. Cette solution nécessitait aussi d'aligner la clôture de la première offre sur celle de la deuxième qui elle-même pouvait ne pas être autorisée au titre de la réglementation des concentrations. Enfin, elle risquait l'apparition d'offres concurrentes tout au long du processus de concentration repoussant d'autant la clôture définitive des offres.

- Une troisième solution conditionnait la clôture de l'offre à l'obtention de l'autorisation ; cette voie apportait des réponses partielles aux problèmes de délai et d'offres concurrentes : les délais étaient raccourcis à une quinzaine de jours après l'autorisation mais restaient suspendus à l'obtention de celle-ci, même dans les cas qui ne soulèvent pas de grands problèmes de concentration ; les offres concurrentes pouvaient être déposées normalement dès l'ouverture de la première offre. Leur clôture devait être cependant reportée à la clôture de la première offre car il n'aurait pas été équitable, si l'offre concurrente échappe au processus de concentration ou si les délais d'instruction sont plus courts, de la clôturer par anticipation. Enfin, et surtout subsistait le risque de voir apparaître des offres concurrentes tout au long du processus de concentration repoussant d'autant la clôture définitive des offres.

Aucune de ces solutions n'était satisfaisante. Conditionner le dépôt ou l'ouverture à l'autorisation n'apportait pas de réponse pertinente au problème posé. Conditionner la clôture à l'autorisation aurait été préférable mais aurait contraint, si l'on veut conserver une maîtrise du calendrier, à limiter de manière artificielle le délai des offres concurrentes. La réponse aux difficultés soulevées par ces trois propositions consistait à lier la conditionnalité au déroulement de la procédure d'autorisation et à aménager

en conséquence la durée de l'offre. Tel est le sens de la modification opérée par le CMF dans son règlement général. Notons que l'initiateur garde le choix d'intégrer ou non dans son offre une telle condition. S'il décide dans le sens d'une conditionnalité, deux voies restaient toutefois possibles : lier la conditionnalité à l'ouverture d'une phase nouvelle en matière de concentration avec ou sans modification du calendrier de clôture de l'offre.

- La conditionnalité est liée à l'ouverture d'une phase nouvelle (dite « phase 2 ») dans la procédure de concentration. Au niveau français, cette étape se traduit par la saisine du Conseil de la concurrence par le ministre pour avis, et au niveau communautaire, elle correspond à la décision de la Commission d'ouvrir une procédure, en considérant que la concentration envisagée présente des doutes sérieux quant à sa compatibilité avec le marché commun (art. 6-1 °C) du règlement CEE n° 4069/89). Cette formule n'allonge pas, dans la plupart des cas, les délais, puisque la durée d'instruction de cette phase correspond approximativement au calendrier normal d'une offre. Des problèmes apparaissent cependant selon que cette condition est obligatoire ou facultative : ou bien l'offre tombe automatiquement en cas de passage en phase 2 (exemple anglais), l'initiateur pouvant ensuite la reprendre (éventuellement modifiée) après l'obtention de l'autorisation. Dans cette hypothèse, l'initiateur (et le marché) sont pénalisés en cas d'offre concurrente qui peut alors être déposée sans même être en surenchère sur la première. Ou bien l'initiateur a une option et peut soit retirer son offre, soit la maintenir. Certes, la décision de maintenir l'offre est prise avec une meilleure appréciation du risque de concentration, sans pouvoir exclure toutefois tout risque d'interdiction in fine. Mettant en jeu sa responsabilité et s'exposant à des risques sérieux de contentieux, quelle que soit la décision qu'il prendrait, l'initiateur serait devant un choix particulièrement difficile. C'est pourquoi la réforme nouvelle a préféré s'en tenir à la solution du *Take Over Panel*, c'est-à-dire une caducité automatique de l'offre en cas de passage en phase 2 de la procédure de concentration. Comme on le voit, cette solution présente l'inconvénient de laisser aux autorités de la concurrence la gestion du calendrier de clôture. C'est pour permettre au CMF de « garder la main » sur son calendrier que la réforme opte finalement pour une flexibilité de la date de clôture.

L'on regrettera que pour des raisons de commodité, la modification du règlement du CMF n'envisage pas le cas où une procédure de contrôle est engagée dans un autre État membre de l'Union européenne ou dans un pays tiers. Le seul cas où il fait mention d'une autorité compétente d'un autre État membre est celui où il y a renvoi par la Commission à cet État membre, en application de l'article 9 du règlement CEE n° 4064/89, car l'on est dans le cadre d'une procédure communautaire. S'il est difficile pour le CMF de maîtriser les procédures dans les autres cas, peut-être aurait-il été nécessaire de le prévoir pour les États membres ayant une procédure de notification préalable obligatoire et pour les États-Unis. Dans ce dernier cas, le système de contrôle des concentrations en vigueur permet la prise en compte en France du même type de conditionnalité de l'offre dans l'hypothèse où un mouvement de concentration résulterait aux États-Unis d'une offre publique qui se déroulerait en France. En

effet, le système de contrôle des concentrations aux États-Unis consiste pour les entreprises à notifier à l'administration les projets d'opérations de concentration lorsque certains seuils sont atteints (définis par le « *Hard-Scott-Rodino Act* »). Les sociétés doivent attendre pendant un certain délai (en général 30 jours) la décision de l'administration d'engager ou non une procédure de « *second request* » au cours de laquelle une quantité importante de documents est mise à disposition des autorités fédérales et où des témoins sont auditionnés sous serment. En fonction de l'issue de cette phase de type « *discovery* », les autorités fédérales décideront ou non de porter l'affaire devant un tribunal pour qu'elle soit jugée selon les règles contenues dans le « *Clayton Act* ». Les procédures de « *second request* » peuvent durer jusqu'à deux ans. C'est pourquoi, il aurait pu être envisagé d'introduire une hypothèse complémentaire dans le texte du CMF pour prévoir une caducité automatique en cas de mise en œuvre d'une procédure du type « *second request* » à l'étranger. Mais ce sont sans doute des considérations de « politique législative » qui n'ont pas permis de retenir cette solution, la référence à une disposition législative d'un État tiers n'étant pas dans la tradition française. ■

1 Cf. le document publié par le CMF pour servir de réflexion à la consultation de place.