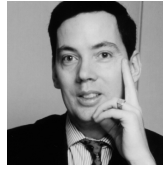


Chronique financière et boursière



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas

Réforme des OPA

Arrêté du ministre de l'économie du 27 mars 1997 homologuant le règlement n° 97-01 de la Cob et la modification du règlement du CMF : JO du 11 avril 1997, p. 5525 ; Rapport Lepetit «sur la protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours» : Bull. Cob n° 305.

C'est à la suite d'un entretien accordé durant l'automne 1996 par le Président de la République à un journal économique (11) que l'idée d'une réforme de la réglementation des offres publiques est apparue, bien que cette idée n'ait pas toujours rencontré un accueil favorable de la part des professionnels (12). Partant du constat que la «structure financière de nos entreprises n'est pas assez solide», le chef de l'État en a déduit que «nos grandes entreprises sont donc plus vulnérables que d'autres à des prises de contrôle par des étrangers» et que notre réglementation en matière d'OPA est trop «ouverte» par rapport aux principaux concurrents de la France. C'est la raison pour laquelle il a, à la fin de l'année 1996, «demandé au gouvernement d'envisager certains aménagements dans notre législation en matière d'OPA». Pour parvenir aux objectifs assignés par le Président de la République, il était possible de concentrer la réforme sur trois points : l'insertion d'un nouveau seuil de déclaration obligatoire d'intention, l'allongement du délai des offres en publiques et enfin, l'assouplissement du régime de rachat de ses propres titres par une société.

• Sur le premier point, on sait qu'en plus du régime de déclaration de franchissement de seuil prévu par les articles 356-1, 356-1-1 et 356-1-2 de la loi du 24 juillet 1966, la Cob impose à l'actionnaire qui franchit le seuil de 20 % du capital ou des droits de vote d'une société d'établir et de publier une déclaration d'intention dans les cinq jours de bourse qui suivent le franchissement de ce seuil. Dans cette déclaration, l'actionnaire doit indiquer les objectifs qu'il a l'intention de poursuivre au cours des douze mois à venir et préciser s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société concernée, de demander sa nomination au sein du conseil d'administration. Il doit également préciser s'il agit seul ou en accord avec d'autres personnes. On sait que la sanction prévue en cas de violation des règles de franchissement de seuil consiste en une privation éventuelle des droits de vote pouvant aller jusqu'à deux années. Quant à la violation de l'obligation de déclaration

d'intention, elle est sanctionnée au titre d'un «manquement Cob» par une amende administrative d'un montant maximal de 10 millions de francs.

Ce seuil de 20 % est apparu pour certains, notamment dans le milieu patronal, comme trop élevé compte tenu de l'évolution du capitalisme français qui conduit à avoir de plus en plus de sociétés à l'actionnariat largement dispersé, et ce notamment depuis la fin des «noyaux durs» et d'un certain «capitalisme à la française». Dès lors, un actionnaire qui dispose de moins de 20 % des droits de vote dans une société dont le flottant est important est en mesure d'exercer une influence certaine. C'est pourquoi à la demande de l'AFEP, il a été suggéré d'abaisser le seuil de la déclaration d'intention de 20 à 10 % du capital ou des droits de vote, et de prévoir un renouvellement de la déclaration à l'occasion du franchissement du seuil de 20 %. Pour rendre efficace cette procédure, l'AFEP a suggéré que son respect soit assorti de la privation des droits de vote, pendant douze mois, non sur les titres acquis au-delà du seuil dont le franchissement donne lieu à déclaration, mais sur la totalité de la participation détenue. Le règlement 97-01, modifiant le règlement n° 88-02, retient l'obligation nouvelle de déclaration d'intentions lors du franchissement du seuil de 10 %. Cependant, ni le contenu de la déclaration, ni les sanctions ne sont modifiés. Il existe donc deux seuils de déclaration d'intention. En conséquence, une déclaration d'intention en cas de franchissement du seuil de 20 % entraîne une nouvelle déclaration de l'acquéreur. Ces déclarations, adressées à la Cob, au CMF et à la société dont les titres sont acquis, sont publiées par le CMF. L'auteur de la déclaration doit aussi publier un communiqué dont il doit s'assurer de la diffusion effective et intégrale.

• En ce qui concerne le délai de la procédure ordinaire d'offre publique, les promoteurs de la réforme mettaient en avant les difficultés qui existaient en France pour une société cible de s'opposer à une offre inamicale : la durée de vingt jours de bourse paraissait trop courte pour pouvoir réaliser une augmentation de capital sur la base d'une délégation donnée par l'assemblée générale. La modification apportée au règlement général conduit à distinguer les offres amicales et les offres hostiles. En effet, la durée de l'offre est désormais fonction de la publication de la note d'information. Jusqu'à cette réforme, le calendrier des offres publiques, organisé par le CMF (recevabilité, ouverture et durée) et par

la Cob (visa des notes d'information) s'étalait sur un maximum de 27 jours de bourse : 7 jours de bourse entre le dépôt de l'offre et son ouverture et 20 jours de bourse pour la durée de l'offre proprement dite. Le calendrier n'était donc pas fonction de la publication des notes d'information, ce qui pouvait conduire à des situations paradoxales où, en cas d'offre inamicale, la note de la société cible pouvait n'être portée à la connaissance du public que plusieurs jours après l'ouverture de l'offre. C'est pour pallier ces situations que le déroulement même du calendrier des offres publiques a été modifié. Dorénavant, une offre ne peut pas être ouverte avant la publication de la note d'information établie par l'initiateur. La date de clôture de l'offre est déterminée à partir de la publication de la note d'information établie par la société cible. Le délai de la procédure est allongé de 20 à 25 jours de bourse. Cependant, pour éviter tout blocage par la société cible, la durée d'une offre ne peut jamais dépasser 35 jours de bourse. En pratique, selon que l'offre est amicale ou hostile, la durée variera de 25 à 35 jours de bourse. Si l'offre est amicale, la société cible et la société initiatrice établissent une note conjointe. Si l'offre est inamicale, la procédure est ouverte après la publication de la note de l'initiateur et la clôture de l'offre est fonction de la publication de la note en réponse établie par la société cible, l'offre se terminant 25 jours de bourse après cette publication.

- Concernant l'assouplissement du régime d'achat par une société de ses propres titres, seule une intervention législative pourra venir assouplir les dispositions de l'article 217 de la loi du 24 juillet 1966. On sait que ce régime prévoit comme principe l'interdiction du rachat, avec quelques exceptions limitativement énumérées (13). Il semble que le principe d'une modification de ce régime soit acquis qui permettrait à une société de mettre en place de véritables «programmes» de rachats de ses propres titres dans des conditions fixées par l'assemblée générale.

Un autre point a retenu l'attention des professionnels et des autorités boursières : les rapports entre le régime des fusions et la réglementation des offres publiques. Le problème des fusions constitue en effet un sujet épineux, notamment en ce qui concerne la pertinence des critères retenus pour établir la parité de fusion. En effet, le caractère coercitif de la fusion (qui ne fait apparaître aucune prime pour l'actionnaire contrairement à ce qui se passe dans une offre publique qui doit, pour inciter les actionnaires, leur offrir un «plus»), et la question de la dilution de la société absorbée peuvent poser problème. L'équité en la matière peut être difficile à trouver puisqu'il s'agit de ne pas désavantager les actionnaires d'une société par rapport à ceux de l'autre société. Certains minoritaires ont ainsi considéré qu'une opération de fusion est fondamentalement différente pour la société absorbante qui reçoit le patrimoine de l'absorbée. Telle était d'ailleurs la position des minoritaires dans l'affaire Pinault-Printemps. On se souvient cependant que dans ce dossier la jurisprudence avait écarté la thèse des minoritaires qui revendiquaient le droit d'approuver «l'avantage particulier» consenti au majoritaire qui reçoit l'intégralité du patrimoine de la société absorbée. La difficulté concernait la définition des parités qui se fait sur la base d'une analyse multicritères pondérant l'actif net réévalué, la valeur boursière, la rentabilité et la capacité distributive. Or, si cette analyse est juste et équitable, elle est cependant critiquée dès lors qu'un critère diverge par rapport aux autres, en particulier lorsque le cours de bourse présente un rapport différent

de la moyenne des autres critères.

Dans le cas du dossier Pinault-Printemps, les actionnaires minoritaires de La Redoute retrouvaient après la fusion une valeur boursière inférieure à celle dont ils disposaient avant la fusion. C'est pour pallier ces inconvénients que la Cob a demandé à un groupe de travail, présidé par M. Lepetit et dont les conclusions ont été rendues le 11 septembre 1996 (14), de formuler un certain nombre de recommandations (qui trouveront une application prochaine dans le règlement général du CMF) (15). Le groupe de travail n'a pas estimé utile d'imposer une OPA ou une OPE avant toute fusion. Si une offre publique préalable à une fusion peut apparaître comme un moyen clair et incontestable d'assurer la sortie des minoritaires qui le souhaitent, d'autres solutions peuvent s'avérer tout aussi équitables. Dans ces conditions, il n'a pas paru justifié d'imposer une OPA ou une OPE systématiquement avant toute fusion. On ne peut que se féliciter de cette position. Il convient d'éviter d'entrer dans le «politiquement correct» en matière boursière en considérant que les minoritaires sont systématiquement à la merci des majoritaires et que dans ces conditions il est nécessaire de mieux les traiter que les majoritaires. C'est dans ces conditions que le groupe de travail préconise une saisine systématique du CMF avant toute fusion afin d'examiner la mise en œuvre éventuelle d'une OPR. Comme le souligne la Cob, «cela permettrait de lever une incertitude sur le déroulement de l'opération et d'informer dès l'origine les actionnaires sur l'existence ou non d'une sortie en numéraire» (16).

Cette recommandation permettrait une rédaction nouvelle de l'ancien article 5-5-5 du règlement général du CBV qui prévoirait explicitement que les fusions doivent faire l'objet d'une consultation préalable du CMF par les personnes qui contrôlent la société absorbée, en vue de la mise en œuvre éventuelle d'une offre publique de retrait. Il s'agirait donc d'un nouveau cas d'OPR, à côté de ceux déjà prévus (à la demande du minoritaire lorsque la société est contrôlée à 95 % ; à la demande du majoritaire contrôlant 95 %, en cas de transformation d'une société anonyme en société en commandite, ou en cas de cession d'un actif essentiel). On se souvient que dans l'affaire Louis Rigal, où les minoritaires avaient été déboutés de leur demande de mise en œuvre d'une OPR, la cour de Paris avait fixé les conditions d'intervention du CMF en matière de fusion : «*si une opération de fusion-absorption, bien que n'étant pas expressément visée par l'article 5-5-5 [...], peut donner lieu à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait, laquelle, en tout état de cause, ne s'impose pas au Conseil comme une obligation, c'est à la condition d'emporter pour les actionnaires minoritaires l'une au moins des conséquences énumérées par ce texte*» (17). Le CBV hier, le CMF aujourd'hui, disposent ainsi d'un pouvoir d'appréciation, notamment quant aux conditions de liquidité du titre. Enfin, il convient de noter que dans son dernier rapport, la Cob précise toute l'importance qu'elle accorde aux pratiques de gouvernement d'entreprise dans les opérations de fusion. «*Il convient, en particulier, de mieux faire connaître les liens d'intérêts que peuvent avoir des administrateurs de la société absorbée avec la société absorbante. Il apparaît nécessaire que ces liens soient exposés au conseil afin d'éclairer son appréciation, celui-ci pouvant organiser son propre fonctionnement. Les avis motivés des conseils d'administration doivent être systématiquement rendus publics dans les opérations de fusion, afin d'éclairer le vote des actionnaires en assemblée générale*» (18).

- (11) Interview, in *Valeurs Actuelles*, du 5 octobre 1996.
- (12) F. Vidal, «OPA : une réforme controversée» : *Option Finance*, n° 423, 21 octobre 1996, p. 16 ; J.-C. Régnier, «Faut-il rendre les OPA plus difficiles ?» : *Investir*, n° 1187, 21 octobre 1996 ; F. Naudin, «Droit et réglementation des OPA : laisser du temps au droit» (interview de M. Berthézène) : *Agefi*, 23 janvier 1997 ; F. Naudin, «Droit et réglementation des OPA : une réaction disproportionnée et périlleuse» (interview de F. Gontier) : *Agefi*, 6 février 1997 ; sur les propositions de réforme, cf. aussi, M.-C. de Nayer, «Les offres publiques et la cible» : *Banque & Droit*, n° 51, janvier/février 1997, p. 14.
- (13) Pour étude complète de ce régime, cf. J. de Kreuznach, «L'acquisition et la détention par une société de ses propres actions» : Mélanges *AEDBF-France* 1997, p. 221*.
- (14) «Rapport sur la protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours» : *Bull. Cob*, n° 305, août/septembre 1996, p. 7 ; cf aussi, M.-C. de Nayer, «Fusions de sociétés cotées et article 5-5-5 du règlement général du CBV» : *Bull. Joly Bourse* septembre/octobre 1996, § 77, p. 497.
- (15) Les conclusions du groupe Lepetit portent aussi sur des aspects autres que la procédure boursière : non-restriction ou exclusion du majoritaire lors du vote de l'AGE portant sur la fusion ; accroissement du rôle des commissaires à la fusion, généralisation des avis motivés des conseils d'administration et de l'attestation d'équité.
- (16) *Rapport Cob* 1996, p. 36.
- (17) Paris, 25 février 1994, *Bull. Joly Bourse* mars/avril 1994, § 23, p. 135, note P. Le Cannu.
- (18) *Rapport Cob* 1996, p. 36.