

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 – Règlement Cob n° 2002-04

Règlement Cob n° 2002, arrêté du 22 avril 2002, JO du 27 avril 2002.
Cf. aussi, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, n° 784 et suiv.

1. Après plus de trois années d'attente, le nouveau règlement Cob relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé a enfin été homologué. On se souvient qu'à la suite des offres bancaires et pétrolières de l'été 1999, les différentes autorités de contrôle avaient souhaité procéder «*au plus vite*» à un toilettage de la réglementation des offres publiques. C'est ainsi qu'à la suite d'une réflexion de place, le législateur a d'abord procédé à différentes modifications du droit applicable aux offres dans la loi NRE, suivies quelques semaines après par une réforme du règlement général du Conseil des marchés financiers ; restait, pour parachever la réforme, à modifier le règlement Cob n° 89-03, ce qui est désormais chose faite par l'arrêté du ministre de l'économie du 22 avril 2002 qui abroge ledit règlement pour lui substituer le règlement Cob n° 2002-04. Si l'on peut rester dubitatif sur le temps nécessaire pour effectuer une simple réforme réglementaire qui n'apporte pas de bouleversements majeurs, l'on saluera néanmoins la procédure de concertation adoptée par le Cob qui, le 19 octobre 2002, lançait une consultation de place sur les projets de modification de son règlement et de son instruction d'application sur les offres publiques. Cette consultation était elle-même le fruit d'une «*réflexion menée depuis deux ans en concertation étroite avec le Conseil des marchés financiers et les représentants des émetteurs et des intermédiaires, des associations d'actionnaires minoritaires et de juristes*»¹. Cette réforme, si elle apporte des précisions importantes et intéressantes dans la procédure des offres publiques, ne procède cependant pas à un grand changement de la règle du jeu. Le nouveau règlement répond à plusieurs objectifs : le respect du libre jeu des offres et des surenchères, l'égalité de traitement et d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées, la transparence, l'intégrité du marché et la loyauté dans les transactions et la compétition. Sans qu'il soit possible de s'attarder dans le détail sur l'ensemble des mesures, il convient de retenir trois séries de dispositions :

2. En premier lieu, le nouveau règlement accroît le degré d'information diffusée au marché et au public en période d'offre. Ainsi, le projet de note d'information établi par l'initiateur de l'OPA et la société cible, seuls ou conjointement, doit désormais faire l'objet, au plus tard lors du dépôt de celui-ci à la Cob, d'un communiqué. De même, toute information susceptible de compléter cette note d'information doit être transmise au public. Tel est le cas de toute clause d'accord conclue par les sociétés concernées ou leurs actionnaires susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue (pour le débat lors de la consultation de place sur le champ d'application *rationae personae* de cette disposition, cf. infra). L'initiateur de l'offre doit aussi préciser ses intentions en matière de politique industrielle et financière, les orientations en matière d'emploi ainsi que ses objectifs sur le maintien des titres sur le marché pendant les douze mois à venir. Enfin, et afin de permettre aux actionnaires de mesurer les capacités financières de l'initiateur, le document doit exposer les conditions de financement de l'opération et leurs incidences sur les actifs, l'activité et les résultats des sociétés concernées. S'agissant de la procédure d'offre et du rôle des instances de gestion des sociétés concernées, le nouveau texte prévoit que la société cible a l'obligation de déposer un projet de note d'information auprès de la Cob au plus tard le cinquième jour de bourse suivant le dépôt de l'initiateur. Ce projet doit contenir l'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance se prononçant sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés, ainsi que sur les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été rendu. Dans la même idée, en cours d'offre, les sociétés concernées, les membres de leurs organes d'administration ou de direction, les établissements présentateurs et les établissements conseils, les personnes ou entités détenant au moins 5 % du capital ou des droits de vote ont l'obligation de déclarer chaque jour après la séance de bourse, les opérations d'achat et de vente qu'ils ont effectuées sur les titres concernés par l'offre. Enfin, la dernière série de mesures touche à l'expert indépendant ; le règlement apporte une innovation en demandant, en cas d'OPR, les méthodes d'évaluation utilisées et l'appréciation portée par l'expert indépendant sur le prix ou la parité proposée en cas d'OPR ; la deuxième innovation réside dans le recours à un expert indépendant dans le cas d'offre portant sur des

titres de créances, ce qui n'était pas le cas jusqu'à présent, ce dernier devant se déterminer sur «*le caractère acceptable du prix ou de la parité proposée*». Une difficulté apparaît s'agissant du rôle de ce dernier dans la mesure où si le texte prévoit que la note d'information doit contenir soit l'avis de l'expert soit l'opinion des établissements présentateurs, il n'est pas certain que cette formulation doive être comprise comme offrant une alternative : en rendant un avis, l'expert se prononce sur le caractère acceptable du prix ou de la parité, alors que l'opinion de l'établissement présentateur ne porte que sur la conformité des méthodes de calcul du prix ou de la parité. La lecture du projet d'instruction laisse à penser qu'en certains cas le recours à l'expert indépendant est obligatoire alors qu'il ne serait que facultatif dans d'autres cas.

3. Certaines dispositions figurant dans le projet de règlement soumis à consultation n'ont finalement pas été retenues. Tel est le cas de l'application du règlement à l'ensemble des offres faites publiquement sans restriction quant à l'admission des instruments financiers objets de l'offre sur un marché réglementé. La rédaction originelle permettait d'inclure dans le champ d'application non seulement les opérations des sociétés inscrites sur le marché libre, mais d'une façon plus générale les opérations des sociétés non cotées et non inscrites sur le marché libre, comme par exemple les offres sur les SCPI ou toute autre société dont l'actionariat dispersé justifie, si elles ne font pas déjà appel public à l'épargne, de recourir à un procédé d'offre publique². La rédaction finale écarte tout doute en la matière puisque seuls les titres admis sur un marché réglementé objets d'une offre faite publiquement sont régis par le présent règlement, ainsi que les titres qui ont été admis sur un tel marché, qui ont cessé de l'être et qui font l'objet d'une offre de retrait. La deuxième disposition importante non retenue est aussi relative au champ d'application du règlement. Le projet de règlement se proposait d'inclure dans la définition de l'initiateur et de la société visée, outre les personnes agissant de concert, les personnes ayant conclu un accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre publique ou son issue. Une telle proposition a été vivement critiquée lors de la consultation de place³. Il était souligné, à juste titre, qu'il n'existait pas de raison pertinente de soumettre à cette réglementation d'autres personnes que celles agissant de concert avec la société visée, dans la mesure où le règlement du CMF définit dans son article 5-1-1, al. 1 les personnes soumises à la réglementation comme étant celles «*agissant seule[s] ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du nouveau code de commerce*». De très nombreux accords conclus par les sociétés concernées peuvent avoir une incidence sur la valorisation et donc sur l'appréciation de l'offre (accord de distribution ou d'exclusivité commerciale, par exemple) et la solution proposée par les services de la Commission risquait d'étendre de façon excessive le champ d'application du règlement. Enfin, l'on notera avec satisfaction que l'intérêt social ne figure plus dans la liste des principes régissant les offres publiques, ce qui aurait été source de nombreuses discussions quant à la définition de celui-ci.

4. Certaines dispositions du projet de règlement ont fait l'objet d'une forte contestation : l'interdiction de la publi-

cité comparative en période d'offre, et d'une manière générale les limites en matière d'information, où il apparaît que la Cob reprend d'une main ce que le législateur lors de la loi NRE n'avait pas osé faire, à savoir un contrôle a priori de toute l'information destinée au public ; l'extension de la responsabilité des établissements présentateurs des offres quant au contenu des informations figurant dans la note, notamment au regard des «*due diligences*». Il s'agit-là d'ailleurs de l'opposition la plus farouche exprimée lors de la consultation de place, même si sur ce point le texte définitif a entendu les soucis exprimés par les professionnels. La portée de l'obligation formulée, pour les représentants légaux des établissements présentateurs, d'attester l'exactitude des informations contenues dans la note d'information est considérée comme trop générale⁴. Le nouveau texte prévoit trois types d'attestations relatives aux informations contenues dans la note Cob. La première est celle fournie par l'initiateur lui-même qui atteste de l'exactitude des informations figurant dans la note ; celui-ci est donc garant de la véracité de l'intégralité des données figurant dans la note d'information. La deuxième attestation est celle des commissaires aux comptes qui attestent la régularité et la sincérité des comptes ainsi que la sincérité et, le cas échéant, la concordance avec les comptes des informations sur la situation financière et comptable de l'initiateur. Il s'agit ici du rôle traditionnel des contrôleurs légaux qui doivent non seulement contrôler les comptes (régularité et sincérité), mais aussi les informations financières (sincérité et concordance). La troisième attestation est celle établie par les établissements présentateurs qui doivent attester l'exactitude des informations relatives à la présentation de l'offre et les éléments d'appréciation du prix ou de la parité proposée. Il s'agit ici d'une double attestation. Celle relative à l'appréciation du prix ou de la parité ne pose pas de difficultés particulières, sous réserve de pouvoir d'une part, tenir compte des délais souvent très brefs pour procéder aux diligences nécessaires, et d'autre part différencier le contenu de ces diligences selon que l'offre est hostile ou amicale : c'est le rôle normal d'une banque d'affaire ; reste à la Cob à préciser le contenu de ces diligences. Plus floues sont les informations relatives à la présentation de l'offre. Que recouvre précisément cette attestation ? Si l'on peut y voir le nombre de titres objet de l'offre, doit-on aller plus loin, comme par exemple la régularité du processus de décision de déposer une offre par l'initiateur ? Compte tenu des débats difficiles sur le projet de réforme du règlement Cob relatif à la procédure de visa quant à la responsabilité des intermédiaires financiers lors des introductions en bourse, il y a lieu de penser (et espérer) que ce point fera l'objet d'une nouvelle concertation avec la Cob. ■

1 «*Synthèse de la consultation de place sur le projet de règlement relatif aux OPA et son instruction d'application*», *Bull. Cob* n° 364, janvier 2002, p. 265.

2 Cf. H. de Vauplane et J.-P. Borne, *Droit des marchés financiers, Litec*, 3^e éd. 2001, n° 783.

3 Cf. «*Synthèse de la consultation de place sur le projet de règlement relatif aux OPA et son instruction d'application*», op. cit., p. 269, point 1.3.

4 Cf. «*Synthèse de la consultation de place sur le projet de règlement relatif aux OPA et son instruction d'application*», op. cit., p. 269, point 2.4.4