

# Défenses anti-OPA

**Thierry Vassogne**  
Avocat à la cour  
Gide Loyrette Nouel



**A** la suite de l'offre initiée en juillet 1996 par Auchan sur Docks de France, nombreux sont ceux qui appelèrent de leurs vœux une modification de la réglementation en matière d'offres publiques aux fins de renforcer les moyens de défense à la disposition de la société cible. La seule mesure notable prise à ce jour en ce sens, est l'allongement de la durée de la procédure d'offre (jusqu'à 35 jours de bourse en cas d'offre hostile (1)), qui offre davantage de temps pour riposter et la faculté de réunir une assemblée générale extraordinaire en cours d'offre.

La multiplication des offres publiques hostiles depuis l'été 1997 relance l'intérêt pour les mesures anti-OPA. Insuffisantes pour certains, conciliant liberté du marché et juste protection des sociétés pour d'autres, il est en tout état de cause nécessaire qu'elles respectent le principe général du droit boursier que le Professeur Alain Viandier qualifie de «*relativité des défenses*» (2) et selon lequel les défenses qui empêchent de manière absolue toute offre publique sont interdites.

Si la panoplie des mesures existantes permet, avec une efficacité variable, d'obliger les assaillants à se dévoiler très rapidement (I) et de renforcer le pouvoir des actionnaires de référence en place (II), les mesures permettant à la cible de se défendre activement doivent encore faire leurs preuves (III).

## I L'identification des assaillants

### ***Titres aux porteurs identifiables, actions nominatives***

Les statuts peuvent prévoir la possibilité pour la société de demander à tout moment à la Sicovam de lui fournir l'identité des détenteurs de titres aux porteurs (3), ou l'obliga-

tion pour les actionnaires d'inscrire leurs titres au nominatif au-delà d'un certain seuil.

### ***Notification de franchissement de seuils***

Si la loi se contente d'exiger de tout actionnaire qu'il notifie à la société et au Conseil des marchés financiers tout franchissement, seul ou de concert, des seuils de 1/20<sup>e</sup>, 1/10<sup>e</sup>, 1/5<sup>e</sup>, 1/3, 1/2 et 2/3 des droits de vote, elle permet à la société d'abaisser statutairement jusqu'à 0,5 % le seuil à compter duquel le franchissement doit être annoncé (4). Cette faculté est d'autant plus utile qu'il est possible de prévoir que cette déclaration doit être renouvelée à chaque franchissement d'un multiple de ce seuil minimum (0,5 %, 1, 1,5 %...). Le non-respect de ces dispositions est automatiquement sanctionné par la suspension pendant deux ans des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée (5). Le tribunal de commerce peut étendre cette mesure pour une durée de cinq ans à tout ou partie des actions détenues par l'actionnaire concerné (6) (et non pas seulement à la fraction excédant le seuil non déclaré).

### ***Déclaration d'intentions***

La protection liée à l'obligation de déclarer le franchissement de certains seuils est renforcée par l'obligation (7) pour l'actionnaire franchissant le seuil de 1/10<sup>e</sup> ou de 1/5<sup>e</sup> de déclarer publiquement s'il projette dans les douze mois à venir :

- d'arrêter ses achats ou de les poursuivre ;
- de prendre ou non le contrôle de la société ;
- de demander à faire partie des organes sociaux, de direction ou de contrôle.

Le non-respect de ce règlement de la Cob est sanctionné par une amende pouvant atteindre 10 millions de

## II Le renforcement du pouvoir des actionnaires de référence

### ***Droits de vote doubles***

Les statuts peuvent prévoir l'octroi de droits de vote doubles en faveur des actions pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative au nom du même actionnaire depuis deux ans au moins (9). L'avantage d'une telle disposition est évident et a conduit de très nombreuses sociétés à l'adopter. Les actionnaires de référence accroissent cet avantage lorsqu'ils détiennent leurs titres par l'intermédiaire d'une société *holding* non cotée. Tout en se protégeant d'une OPA, ils peuvent céder leur bloc sans perte des droits de vote doubles puisque le titulaire des actions cotées ne change pas.

### ***Limitation du nombre de droits de vote ou d'actions***

Les statuts peuvent également instaurer un seuil au-delà duquel les actions perdent leur droit de vote (10). Cette mesure n'est pas incompatible avec l'existence de droits de vote doubles : dans ce cas, il existe un double plafond. Les statuts peuvent aller plus loin encore, en interdisant à un actionnaire de détenir un nombre d'actions excédant un seuil déterminé. Afin de conserver toute utilité à de telles limitations, il convient de préciser que sont pris en compte pour la détermination du nombre de droits de vote ou d'actions pour un actionnaire, les droits de vote ou actions des actionnaires agissant de concert avec lui et le cas échéant les droits de vote des actionnaires lui ayant donné un mandat (11). Cette mesure de défense trouve sa limite dans l'exigence de la Cob d'un mécanisme de caducité automatique dès lors qu'un actionnaire viendrait à détenir un certain seuil de participation à l'issue d'une offre publique (12).

### ***Concentration du pouvoir***

Qu'elle soit opérée par la constitution d'une société *holding* ou la signature d'un pacte d'actionnaires, la concentration des participations des principaux actionnaires est une solution classique qui ne présente d'intérêt que pour autant que lesdits actionnaires détiennent ensemble le contrôle de la société ; ce qui est loin d'être toujours le cas, les sociétés dites «opéables» ayant par définition un actionnariat très éclaté.

### ***Pilules empoisonnées***

Bien connu aux États-Unis, ce procédé vise à consentir à un tiers une option sur les actifs les plus intéressants de la société, ou à permettre audit tiers de rompre brutalement une relation contractuelle continue avec la société. Potentiellement vidée de sa substance, la société n'a plus d'intérêt pour l'assaillant. En France, cette mesure de défense n'a pratiquement pas été utilisée, compte tenu de la position extrêmement hostile de la Cob à son encontre (13) ; ainsi dès 1988, lorsque dans le cadre de l'offre publique sur la société Bénédictine, il s'est avéré que le changement de contrôle pouvait entraîner la perte du contrôle d'une filiale commune avec un

partenaire, la Cob a demandé aux protagonistes de renoncer au rachat de la filiale concernée, précisant que «*ce type de clause avait pour effet de faire obstacle aux offres publiques et donc au fonctionnement normal du marché*» (14). On peut toutefois s'interroger sur la possibilité de prévoir de telles clauses dès lors qu'elles répondraient aux trois conditions suivantes : information du public avant toute offre, réalité industrielle, prix de cession équilibré.

### ***Transformation en société en commandite par actions (SCA)***

Des sociétés aussi prestigieuses que Yves-Saint-Laurent, Michelin, Hermès, Worms et Cie, etc., ont adopté cette forme. Lorsque cette dernière a décidé sa transformation en société anonyme, elle a très rapidement été victime d'une offre hostile de François Pinault... (15). Cette mesure anti-OPA est certainement la plus efficace en ce qu'elle permet d'opérer une dissociation entre détention du capital, par les commanditaires, et exercice du pouvoir, par les commandités. L'obtention du contrôle majoritaire du capital auprès des commanditaires interdit dès lors à l'assaillant de prendre le pouvoir. Son efficacité a toutefois une triple limite.

- Première limite : lorsque la transformation est proposée par un ou plusieurs actionnaires détenant de concert au moins les deux tiers des droits de vote, ceux-ci sont dans l'obligation de disposer une offre publique de retrait (16).
- Seconde limite : si au contraire, les dirigeants ont besoin du vote des minoritaires, ces derniers rechignent en général à leur donner les pleins pouvoirs, ce d'autant plus que la transformation s'accompagne généralement d'une baisse du cours de bourse.
- Troisième limite : la possibilité pour l'assaillant téméraire de prendre le contrôle du capital, dans un premier temps, puis d'«éprouver» les commandités en bloquant toutes les décisions d'assemblées.

La cour d'appel de Paris a condamné l'utilisation de la SCA à l'échelle inférieure de la société cotée : les dirigeants de l'OCP avaient transformé deux filiales regroupant l'essentiel de son activité en SCA. Si l'OCP en était l'actionnaire commanditaire, ce sont les dirigeants du groupe qui en étaient les associés commandités, via deux sociétés *holding*. Ceux-ci pouvaient donc favoriser un candidat dans le cadre d'une OPA sur l'OCP. C'est ce qu'ils firent en s'engageant à céder les deux sociétés *holding* commanditées à l'Allemand GEHE, qui déposa une offre publique d'achat sur les actions OCP. La cour a estimé qu'en avantageant l'un des compétiteurs, les commandités entravaient le libre jeu des offres et des surenchères (17).

### ***Autocontrôle***

Cette mesure n'est citée que pour mémoire, ayant perdu beaucoup de son intérêt depuis que les droits de vote attachés aux actions d'autocontrôle ne peuvent plus être exercés (18), et que leur cession à un chevalier blanc dans le cadre d'une offre publique a été jugée irrégulière (19).

### ***OPRA***

Le lancement d'une Offre publique de rachat d'actions (OPRA) par la société sur ses propres titres présente le double intérêt du renforcement de la participation des actionnaires de référence qui n'apportent pas leurs actions à l'offre, et de la

possibilité offerte aux minoritaires de sortir partiellement. Jusqu'à aujourd'hui, cette mesure n'a jamais été utilisée en période d'offre. Hors période d'offre, elle a connu un succès certain ces derniers temps (NSC Groupe, Parfinance, Siparex, IDI, Compagnie de navigation mixte, De Dietrich...). Elle présente néanmoins l'inconvénient d'un traitement fiscal défavorable, principalement pour les personnes physiques.

### ***Émission de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital***

L'émission réservée de tels titres (bons de souscription d'actions, obligations convertibles ou échangeables...) au profit des actionnaires de références de la société ou même d'un tiers «ami», mais indépendant de la société émettrice (20), permet de rendre le moment venu la tâche plus difficile, voire impossible, à l'assaillant. Promodès en a récemment fait les frais dans le cadre de l'offre qu'elle a initiée sur Casino, Rallye étant titulaire de bons de souscription lui permettant de s'assurer in fine le contrôle de la société.

### ***Émission d'actions à dividendes prioritaires (ADP) et de certificats d'investissement (CI)***

Si l'émission d'ADP et de CI présente l'avantage de permettre à la société d'accroître ses fonds propres sans émission de droits de vote, très peu de sociétés émettent de telles valeurs mobilières en raison des inconvénients qui y sont attachés.

## III Les mesures de défense actives

### ***Émission de capital en cours d'offre***

Depuis 1987 (21) mais surtout après la clarification apportée par les lois des 2 août 1989 et 8 août 1994 (22), il

(1) Arrêté du 27 mars 1997, modifiant les articles 5-2-10 et 5-2-15 du Règlement général du CMF.

(2) A. Viandier «OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV» 2<sup>e</sup> édition, Litec p. 49.

(3) Article 263-1 de la loi du 24 juillet 1966 (modifié par la loi du 17 juin 1987).

(4) Article 356-1 de la loi du 24 juillet 1966.

(5) Article 356-4 al. 1<sup>er</sup> de la loi du 24 juillet 1966.

(6) Article 356-4 al. 3 de la loi du 24 juillet 1966.

(7) Règlement Cob n° 88-02 (modifié par le règlement n° 97-01).

(8) Article 9-1 de l'Ordonnance du 28 septembre 1967.

(9) Article 175 de la loi du 24 juillet 1966.

(10) Article 177 de la loi du 24 juillet 1966.

(11) Tout en excluant les pouvoirs en blanc donnés au président, le sens du vote étant imposé par l'article 161 de la loi du 24 juillet 1966.

(12) Rapport Cob 1993, p. 51. A la demande de la Cob, la société BSN a ramené le seuil de caducité automatique de 90 % à 66,66 % du capital.

(13) Rapport annuel Cob 1987, p. 134 «la tradition française fort heureusement n'admet pas ces mesures contraires à l'intérêt social. Il ne faut surtout pas les laisser

n'existe plus de doute quant à la possibilité d'utiliser, en période d'offre, les autorisations d'augmentation du capital données par l'assemblée des actionnaires au conseil d'administration ; pour autant toutefois que lesdites autorisations fassent expressément référence aux périodes d'offres, que l'émission ne soit pas réservée et, bien entendu, que l'intérêt social soit respecté. Toutefois, cette faculté est moins intéressante qu'il n'y paraît, car il est en fait difficile de trouver parmi les actionnaires ou les tiers un intervenant fidèle acceptant de souscrire à un prix nécessairement égal ou supérieur à celui de l'offre. De surcroît, l'impossibilité de réaliser une augmentation de capital réservée conduit les dirigeants à choisir entre deux options peu excitantes : le maintien des droits préférentiels de souscriptions, par nature cessibles au profit de l'assaillant, ou leur suppression, ce qui ouvre l'augmentation de capital à ce dernier. Force est d'ailleurs de constater qu'à ce jour, ce moyen de défense n'a jamais été utilisé.

### ***Réunion d'une assemblée générale extraordinaire en cours d'offre***

La récente réforme (23) se traduisant, d'une part, par l'allongement de la durée de la procédure d'offre et, d'autre part, par la faculté offerte à l'initiateur de renoncer à son offre, avec l'accord du CMF, dans le cas où la société visée adopterait «des mesures d'application certaine et immédiate modifiant sa consistance», n'a de sens que pour autant que l'on admette que la cible peut se défendre en utilisant des moyens sortant de la gestion courante, à laquelle elle était cantonnée du fait d'une lecture, à nos yeux extensive, du règlement 89-03 de la Cob. Parmi les mesures auxquelles on peut songer, figurent notamment les augmentations ou réductions de capital, les distributions exceptionnelles de dividendes, les fusions, les acquisitions ou cessions d'actifs stratégiques et toutes combinaisons de ces différentes options.

En s'abstenant de fournir le moindre élément sur la nature et la forme des mesures pouvant être adoptées, cette réforme, dont le Professeur Viandier souligne le caractère «oblique» (24), ouvre un vaste champ de réflexion... ■

s'introduire dans notre pays ; les actionnaires lésés ne devraient pas hésiter à exiger le retrait de telles mesures lorsqu'ils viendraient à en avoir connaissance».

(14) Rapport Cob 1988, p. 80-81.

(15) Qui a finalement échoué face à une contre-offre des actionnaires de référence de Worms & Cie, qui se sont regroupés dans une société holding non cotée (Soméal).

(16) Article 5-5-4 du Règlement général du CMF.

(17) Cour d'appel de Paris, 1<sup>re</sup> chambre, 27 avril 1993, JCP 93, éd. E, 457.

(18) Article 359-1 de la loi du 24 juillet 1966 (modifié par la loi du 1er juillet 1991).

(19) Affaire Perrier, tribunal de commerce de Paris, 1<sup>re</sup> chambre B, 16 mars 1992, Revue de jurisprudence commerciale 1992, p. 209.

(20) Voir notamment Bulletin mensuel Cob, avril 1987 ; voir également l'affaire Télémécanique, Rapport Cob 1988.

(21) Rapport Cob 1987, p. 134.

(22) Article 180 de la loi du 24 juillet 1966 (modifié).

(23) Arrêté du 23 mars 1997, modifiant les articles 5-2-10 et 5-2-15 du Règlement général du CMF.

(24) RJDA 6/97, p. 499.