

OPE : l'exclusion des «sans visa»



Bertrand Ducrot
Sous-directeur
Direction des services titres
Crédit agricole Indosuez
Responsable des relations avec
les institutionnels non-résidents

Les actionnaires, dont les titres sont conservés par des banques américaines, se voient exclus des participations aux OPE françaises lorsque ces opérations ne font pas l'objet d'une notice d'information visée par la *Security and Exchange Commission* (SEC).

Les récentes OPE d'Axa et d'Adia ont mis en évidence les difficultés d'application de la réglementation américaine connue sous l'appellation de l'*United State Act of 1933*. Selon cette réglementation, les actions ou obligations qui ne sont pas enregistrées au titre de l'*United State Securities Act de 1933* (la *Securities Act*) ne peuvent être offertes ou vendues aux États-Unis ou à des ressortissants des États-Unis (*US person*).

Les infractions à cette loi peuvent entraîner, pour leurs auteurs, des poursuites aussi bien civiles que pénales. Des textes ultérieurs (*rule 144A et Regulation «S»*) ont assoupli cette obligation en ce qui concerne les placements privés et la revente des titres à des institutionnels qualifiés (*Qualified Institutional Investors*).

Conscients que des résidents américains peuvent acquérir, détenir ou échanger des actions étrangères sans que celles-ci aient obtenu le visa préalable de la SEC, les sociétés étrangères, même non cotées dans les bourses américaines, cherchent depuis longtemps des parades pour :

- éviter les risques de poursuites de la part de ces mêmes investisseurs, une fois déçus par les performances des titres acquis ;
- limiter la participation des investisseurs étrangers lorsqu'il s'agit d'une OPE hostile.

Quant on sait avec quelle facilité n'importe quel investisseur, bien conseillé sur le plan juridique, peut engager avec succès des poursuites en dédommagement aux États-Unis, il n'est pas étonnant que ces grandes sociétés et leurs dirigeants, qui ont tous des investisseurs américains parmi leur actionnariat, prennent leurs précautions vis-à-vis de la réglementation de ce pays.

Même si la nécessité d'un visa est similaire dans tous les pays qui ont institué des tutelles de surveillance telles que la Cob française ou la SEC américaine, c'est avant tout vis-à-vis des États-Unis que les sociétés tentent de protéger leurs actifs et leurs dirigeants. Elles se sentent d'autant plus vulnérables que certaines de leurs filiales exercent leur activité sur le sol américain.

En l'absence d'une demande de visa toujours coûteuse, il existe actuellement trois façons de respecter la législation américaine.

I La Sophisticated Investors Letter (SIL)

C'est la parade qu'ont adoptée les anglo-saxons. Il s'agit d'une déclaration (*Sophisticated Investors Letter*) dont les termes sont rédigés par les conseillers juridiques des sociétés émettrices.

Ils stipulent en substance :

- qu'ils ont le statut d'acheteur institutionnel (*qualified institutional buyer* ou *accredited investor* ou *registered investor*) ;
- qu'ils n'ont l'intention de revendre les titres qu'en conformité avec la réglementation américaine (*US Securities laws*). Cette disposition vise essentiellement les courtiers.

Dans ce cadre, les intermédiaires, conservateurs, courtiers, sous conservateurs, etc., se contentent d'informer leurs clients qu'une opération les concernant et que, même sans visa préalable de la SEC, ils peuvent aussi participer à l'offre sous réserve de la remise à l'émetteur d'une copie de la SIL.

Il peut arriver que des donneurs d'ordre ne rédigent pas leur SIL dans des termes satisfaisants pour l'émetteur. Dans ce cas un dialogue direct est alors proposé par les intermédiaires entre les donneurs d'ordres et l'émetteur afin d'arriver à un compromis. Celui-ci est généralement facile à trouver avant le jour limite du dépôt des instructions.

Ainsi les émetteurs se sentent-ils protégés contre les risques de poursuite pour faire appel à l'épargne publiquement et sans autorisation de la SEC. Parallèlement, les intermédiaires peuvent respecter leur obligation élémentaire d'informer les détenteurs de titres de toutes les opérations pouvant les concerner du fait qu'ils détiennent des titres étrangers.

II La déclaration restrictive

Dans le cas des deux récentes OPE d'Axa et d'Adia, la Commission de opérations de bourses (Cob) avait visé une notice rédigée par les conseillers juridiques des émetteurs. Celle-ci demandait aux intermédiaires collecteurs d'ordres de s'assurer et de certifier que tout investisseur qui apportera ses titres en échange soit considéré comme déclarant en substance :

- qu'il ne se trouve pas aux États-Unis d'Amérique et qu'il ne délivre pas d'ordre d'échange depuis ce pays ;
- que l'annonce de l'offre leur est faite dans le cadre d'information liée au contrat de dépôt ;

- que s'ils souhaitent présenter les titres, ils attestent qu'ils ont pris connaissance des restrictions aux États-Unis et qu'en conséquence les ordres transmis ne sont pas émis par des clients américains.

Ce type de restriction généralement très flou, notamment sur la définition du «client investisseur réel» ou de «l'intermédiaire», a eu pour conséquence d'exclure injustement toute une classe d'actionnaires non résidents américains qui veulent valoriser leur patrimoine au même titre que n'importe quel investisseur français.

Il faut ajouter que cette solution a le «mérite aggravant» d'exclure aussi toute participation des investisseurs non résidents, autres qu'américains, qui conservent globalement leurs titres chez un institutionnel conservateur américain. En effet, il est très fréquent que les grands fonds de pension européens, hollandais par exemple, déposent leurs titres globalement auprès d'une grande banque new-yorkaise et se trouvent involontairement classés parmi les exclus.

C'est pour cela que des intermédiaires plus sophistiqués n'ont pas hésité à faire transférer temporairement leurs titres chez des conservateurs hors des États-Unis afin de contourner cette réglementation. C'est là une alternative coûteuse et porteuse de complications multiples.

III La clause d'avertissement sur les notices visées par la Cob

Cette clause consiste à déclarer que l'offre ne peut être souscrite lorsque la réglementation locale de l'investisseur exige au préalable un visa et que celui-ci n'a pas été demandé par l'émetteur.

L'avertissement est généralement rédigé dans les termes suivants :

- «*Les actions ne peuvent être ni offertes ni vendues aux États-Unis, ou à des ressortissants américains (US persons) sauf au titre d'une dérogation aux obligations d'enregistrement prévues par la réglementation «S» du Security act.*- «*Compte tenu des restrictions de ventes qui précèdent, aucune souscription ne pourra notamment être effectuée par les actionnaires aux États-Unis d'Amérique ou pour le compte ou au profit de ressortissants américains (US persons).*- «*Les termes utilisés dans les deux paragraphes qui précèdent ont la même signification que celle qui leur est donnée par la réglementation «S» du Security Act.*

La clause d'avertissement a l'avantage de permettre à l'émetteur de se protéger sans pour autant «faire la police» entre ceux qui ont droit de souscrire à l'offre et ceux qui en sont exclus. Aucune des trois solutions n'est pourtant sans risque pour les sociétés françaises.

La première solution, *Sophisticated Investment letter*, n'est pas très satisfaisante dans la mesure où, sans éviter toute tentative de poursuites ultérieures, il revient à l'émetteur de rédiger et contrôler une à une la conformité des *SIL* dont le modèle peut être discuté et dont le texte signé par le client peut varier d'un actionnaire à l'autre.

En cas de poursuite, il appartiendra à l'émetteur d'organiser sa défense, avec tous les inconvénients de devoir se justifier devant des tribunaux étrangers ; tout cela à cause d'une législation locale dont les origines remontent à 1933 et

dont l'émetteur doit subir les effets sous prétexte qu'un visa de la *SEC* n'a pas été demandé !

Il convient d'ajouter qu'à partir du moment où il faut se soumettre à la procédure de visa de la *SEC*, les émetteurs devraient être contraints, en vertu du même risque, de déposer un dossier auprès de toutes les autorités de tutelle de tous les pays où des institutionnels peuvent détenir des titres. Voilà une option longue et coûteuse.

La deuxième solution, la «déclaration restrictive», vient de montrer de façon répétitive qu'elle n'était pas non plus satisfaisante à plusieurs égards.

- Des conservateurs globaux ne veulent pas prendre le risque ni assumer le coût d'une analyse cas par cas des ordres pour émettre une «certification restrictive» qui les impliquerait en cas de poursuite.
- Ils n'ont alors d'autres choix, et à contrecœur, que de refuser à leurs clients l'accès à l'OPE et d'affronter leur mécontentement. Or ces clients n'entendent pas être exclus injustement de leur droit normal d'apporter leurs titres à l'opération. C'est là où la réputation de la place de Paris est en jeu.
- Certains autres intermédiaires américains n'hésitent pas à prendre le risque de demander à leurs clients une «SIL» dans la logique de la première solution et à transmettre ensuite une «déclaration restrictive» selon la logique de la seconde solution. En cas de litige il sera difficile de délimiter la part de responsabilité de chacun.
- D'autres intermédiaires, enfin, acceptent le risque de certification, même conscients de faire un faux, lorsqu'ils ne veulent pas exclure des investisseurs non américains par exemple.

Selon que le sous-conservateur français applique ou non à la lettre le respect de la restriction visée par la Cob, le conservateur américain peut avoir des comportements différents vis-à-vis de l'investisseur institutionnel.

La confusion peut être d'autant plus grande que certains d'entre eux utilisent plusieurs sous-conservateurs en France. Cela a obligé les banques françaises, dans les deux cas cités, à être juges de leur façon de contrôler la conformité de chaque ordre. L'interprétation de cette procédure ayant été différente d'une banque à l'autre, les intermédiaires étrangers ont réagi souvent vivement contre ce manque de cohérence, car un même investisseur pouvait avoir deux façons d'être traité selon la banque française impliquée.

La troisième solution, «l'avertissement», a certes l'avantage de la simplicité puisqu'il averti l'investisseur qu'il peut être en infraction avec sa réglementation locale et qu'après tout c'est à lui de la respecter. Mais, face à une OPE hostile, l'émetteur peut contester cette solution car il peut avoir tout intérêt à mettre le plus de restrictions juridiques possibles de façon à limiter le nombre des apports de titres à l'échange.

Il est à craindre que, sans une étude approfondie et une concertation entre les différents intermédiaires concernés, les interprétations, discussions et mauvais compromis de dernières minutes ne viennent encore perturber le bon fonctionnement des prochaines opérations.

Les émetteurs, les banques et les autorités de surveillance de la place de Paris se doivent de tout mettre en œuvre pour éviter, dans ce cas de figure, l'exclusion d'un nombre croissant d'investisseurs. ■