

# Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE  
Direction des affaires juridiques  
BNP Paribas  
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE  
Professeur de droit, Paris I

## **l'OPÉ. Parité d'échange entre ADPSDV et actions ordinaires. Equivalence automatique (non). OPÉ Schneider/Legrand Suites de l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 3 mai 2001**

Décision du CMF du 14 juin 2001 n° 201 C 0701, Revue CMF n° 40, juillet-août 2001, p. 72 ; voir également «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 824 et s.

Tenant compte de l'annulation par la cour d'appel de Paris de sa décision initiale de recevabilité de l'offre publique d'échange visant les titres Legrand, le CMF a pris une autre décision de recevabilité, après avoir examiné les nouvelles parités d'échange proposées, constaté que les conditions de l'offre modifiée réduisaient de moitié la décote historiquement observée sur l'action à dividende prioritaire et considéré que les porteurs recevaient un traitement au moins équivalent à celui des porteurs d'actions ordinaires.

On se souvient que le CMF avait déclaré recevable l'OPÉ de Schneider sur Legrand en admettant une forte décote des actions à dividende prioritaire et que la 1<sup>re</sup> chambre civile de la cour d'appel de Paris avait, pour la première fois, prononcé l'annulation de cette décision par un arrêt remarqué du 3 mai 2001<sup>1</sup>, parce que le dossier communiqué était incomplet et parce que le CMF n'avait pas suffisamment motivé sa décision d'admettre des parités d'échange inégales entre les actions ordinaires et les actions à dividende prioritaire. On se souvient également que dans un arrêt subséquent du même jour, la cour avait indiqué qu'il appartiendrait au CMF de procéder à un nouvel examen de la recevabilité du projet «*éventuellement modifié*», ce qui avait été perçu comme un indice de la position de la cour quant à l'appréciation de la décote retenue. Tenant compte de ces décisions, les actionnaires majoritaires des sociétés en cause ont modifié leur projet, principalement en réduisant la différence de traitement entre les actions ordinaires et les actions à dividende prioritaire, ce qui a conduit les détenteurs de ces dernières à se déclarer satisfaits pour le plus grand nombre et au CMF

à prononcer la recevabilité de l'offre modifiée.

Le Conseil a pris soin de motiver sa décision en considération des arrêts rendus par la cour d'appel de Paris. Pour ce qui intéresse la parité appliquée aux actions à dividende prioritaire Legrand, seule en cause, le CMF constate qu'elle est dans le haut de la fourchette des diverses méthodes d'évaluation qui peuvent leur être appliquées, que la liquidité du marché de ces actions rend le critère du cours de bourse particulièrement pertinent, que l'offre modifiée réduit de moitié la décote historiquement observée sur ces titres et que, selon la comparaison établie par les banques présentatrices entre les rentabilités respectives des ADP et des actions ordinaires, les porteurs d'ADP recevront un traitement au moins équivalent à celui des porteurs d'actions ordinaires. Voilà qui a suffi à satisfaire les minoritaires de Legrand et aurait probablement satisfait les juges, s'ils avaient été saisis.

Pourtant, le CMF n'en reste pas là et entend livrer sa doctrine quant à l'appréciation comparée des actions ordinaires et des actions à dividende prioritaire dans l'hypothèse d'une offre publique. Il précise à cet effet que «*Aucune disposition légale ou réglementaire ne prévoit l'équivalence entre les actions ordinaires et les actions à dividende prioritaire ; en outre, les références aux conditions d'émission de ces titres sont trop anciennes pour fonder un critère d'appréciation pertinent de la parité ; par ailleurs, les références au rachat par l'émetteur de ses actions à dividende prioritaire relèvent de l'application des dispositions du Code de commerce qui ne sont pas applicables en l'espèce, en ce qui concerne notamment l'approbation de l'assemblée générale des porteurs de ces titres*» et ajoute que «*L'analyse multicritères effectuée conformément à l'article 5-1-9 du Règlement général ne justifie pas l'application d'une même parité pour les deux catégories de titres. A supposer que l'approche multicritères doive considérer l'argument d'équivalence entre actions ordinaires et actions à dividende prioritaire soutenues par certains porteurs, nonobstant l'absence de tout texte en ce sens, ou considérer une valorisation théorique modélisée de l'action à dividende prioritaire s'il en existait, ces élé-*

*ments ne pourraient être utilisés comme référence pour l'appréciation de la recevabilité de l'offre qu'aux côtés des critères déjà retenus sans que, en vertu d'une jurisprudence constante, puissent être invoqués par les titulaires d'actions à dividende prioritaire à un droit à l'application exclusive du critère le plus favorable».*

Sous des affirmations denses et parfois sibyllines, le CMF répond à la fois à la cour et aux minoritaires, en particulier à l'Adam. Ce faisant, le CMF rappelle deux évidences :

- la première est qu'il n'y a pas d'équivalence automatique, encore moins d'égalité nécessaire, entre des actions ordinaires et des actions à dividende prioritaire. Il est certain que les deux types d'actions ne sont pas de même espèce, les secondes n'ayant pas de droit de vote. Mais, il faut néanmoins rappeler, d'une part, que celui-ci est simplement suspendu et non supprimé, puisqu'il réapparaît dès que le dividende prioritaire n'a pas été versé pendant trois exercices successifs, d'autre part, que le dividende prioritaire est un avantage pécuniaire substantiel par rapport au dividende ordinaire attaché aux actions ordinaires, dont il faut tenir compte dans une balance à faire cas par cas ;
- la seconde est que le régime du rachat des ADP est une opération sociétaire, spécialement réglementée en tant que telle, qui ne saurait être étendue aux offres publiques. En particulier, l'exigence d'une approbation du rachat par une assemblée spéciale des porteurs des ADP ne s'applique pas dans l'hypothèse d'une offre publique. Cependant, si le CMF a raison, sa remarque n'en suggère pas moins une difficulté. L'échange des ADP de la société cible n'est certes pas soumis à une autorisation de l'assemblée spéciale des titulaires d'ADP de la première ; pourtant, si la société émettrice avait entendu les convertir en actions ordinaires, elle aurait été tenue de solliciter cette autorisation, de même si l'échange était intervenu à l'occasion d'une fusion des deux sociétés et cette disparité est choquante. ■

<sup>1</sup> CA Paris, 3 mai 2001, Banque & droit n° 77, mai-juin 2001, p. 36, chronique H. de Vauplane et J.-J. Daigre.