

## Défenses anti-OPA et nouveau principe de non-neutralité de la cible : État des lieux après la loi Florange

**Arnaud Pérès**

Avocat, cabinet Davis Polk

1. La loi du 29 mars 2014 dite loi Florange<sup>1</sup> restera sans doute comme l'un des textes emblématiques de la législature actuelle. Elle porte des changements qui sont au cœur du programme politique du gouvernement et de sa majorité parlementaire, issus d'une promesse électorale du Président de la République. Son objectif déclaré est de protéger les entreprises et préserver l'emploi contre les dérives des marchés financiers. Le texte a été au centre du débat politique pendant sa longue gestation de près d'un an. Si la mesure phare qu'il comportait (l'obligation de chercher un repreneur avant toute fermeture de site) a finalement été censurée par le Conseil constitutionnel, le texte n'est pour autant nullement vidé de sa substance, et il consacre des changements importants intéressant les sociétés cotées<sup>2</sup>.

2. L'idée générale de la loi est à la fois :

- de stabiliser l'actionnariat des sociétés cotées, d'encourager l'investissement à long-terme, à rebours de la logique trop souvent court-termiste et spéculative des marchés financiers ;
- de renforcer le rôle du comité d'entreprise dans le processus d'offre publique ;
- de protéger les entreprises contre les « prises de contrôle rampantes ». L'expression est parlante et revêt évidemment une connotation négative<sup>3</sup> : elle désigne ici la situation où un actionnaire prend une position significative au capital grâce à laquelle il pourra influencer sur la gouvernance de la société, mais sans payer le prix plein qui s'attache normalement à une prise de contrôle (par exemple, s'il se contente de faire une OPA à un prix décoté, ou s'il parvient à monter très progressivement au capital sans jamais faire d'OPA) ;
- enfin, de permettre à la société de se défendre contre les OPA hostiles et prendre des mesures destinées à faire échouer l'offre publique.

1 Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à « reconquérir l'économie réelle ». Ce titre, assez déconcertant si l'on s'en tient au sens littéral des termes employés, est une formule qui stigmatise la « financiarisation de l'économie » et les « excès de la finance » pour « assurer le primat de l'économie réelle sur la finance » - Rapport à l'Assemblée Nationale n°1791, p. 7, 12 février 2014.

2 Cette loi a été abondamment commentée : voir notamment l'étude ANSA n° 14-007 mars 2014 ; O. Durand, Bulletin Joly Bourse 1<sup>er</sup> mai 2014, p. 274 ; F. Barrière et C. de Réals, Rev. Soc. 2014 p. 279 ; N. Rontchevsky et M. Storck, RTDCo 2014 p. 363 ; P.H. Conac, Rev. Soc. 2014 p. 464 ; et, s'agissant des commentaires publiés après la publication du règlement général modifié, C. Maison Blanche, BRDA 31 juillet 2014 ; études ANSA n° 14-046 et n° 14-047, septembre 2014 ; B. Courteault, RLDA, n° 96, septembre 2014.

3 On sait que les dirigeants en place confrontés à un nouvel actionnaire remuant l'accusent invariablement de se livrer à une « prise de contrôle rampante ».

3. Si ces principes paraissent louables, on sait qu'ils reposent pourtant sur des postulats bien fragiles<sup>4</sup>. Par exemple, a-t-on jamais démontré que le sort de sites industriels comme celui de Florange, qui a inspiré la loi, était la conséquence de l'OPA dont Arcelor avait fait l'objet en 2006 ? Les emplois du groupe en France auraient-il été préservés si cette OPA n'avait pas eu lieu, si les actionnaires ou les dirigeants étaient restés les mêmes qu'auparavant<sup>5</sup>, ou si les règles boursières issues de la loi qui vient d'être votée avaient alors été applicables ? Il est permis d'en douter. Quant à la fameuse thématique des prises de contrôle rampantes : en admettant que le concept corresponde à une réalité tangible, en quoi le fait d'obliger le nouvel actionnaire à payer un prix plus élevé serait-il bénéfique pour la société, son projet industriel et l'emploi ? Est-il véritablement dans l'intérêt de la société que les actionnaires sortants encaissent une prime de contrôle payée par l'actionnaire entrant ? En raisonnant par l'absurde, on pourrait soutenir au contraire qu'il faudrait privilégier les prises de contrôle à moindre prix, pour laisser au nouvel actionnaire davantage de ressources financières grâce auxquelles il pourra ensuite accompagner la société dans son développement ! Ensuite, dissuader les OPA hostiles, c'est présumer que l'actionnaire historique et l'équipe dirigeante installée feront mieux pour le développement de l'entreprise et l'emploi qu'un nouvel actionnaire et une nouvelle équipe. N'est-ce pas le risque de pérenniser le *statu quo*, l'immobilisme ? En réalité, le débat n'est pas posé exactement dans ces termes, et, sans l'exprimer ouvertement, l'idée n'est pas tant de contrecarrer les OPA en général que de prévenir les prises de contrôle par des entreprises *étrangères* ; en agitant le spectre des licenciements qui s'ensuivraient, ou des délocalisations des outils de production ou des centres de décision. Cette loi s'inscrit donc dans un mouvement plus large de protectionnisme, qui se développe en France depuis une dizaine d'années<sup>6</sup>. Là encore, les promoteurs du texte ne démontrent pas qu'il existe une corrélation, même ténue ou indirecte, entre OPA et déclin industriel. La compétitivité et la réussite d'une entreprise est-elle altérée quand elle change d'actionnaire par suite d'une OPA ? Ou selon que l'OPA émanait d'un initiateur français ou d'un étranger ? Ces questions, qui auraient logiquement dû être examinées avant de voter la loi, restent sans réponse. Et pour enrichir encore le débat, le même Gouvernement – comme ses prédécesseurs, déjà enclins à la tentation du protectionnisme – dit vouloir encourager les investissements étrangers en France et améliorer l'attractivité du pays. On le voit, la question est complexe

4 Sur le fond, la philosophie qui inspire la loi et la cohérence du dispositif juridique qu'elle propose ont suscité des commentaires assez critiques. On a aussi déploré ses nombreuses maladresses rédactionnelles : un « législateur-gribouille » (R. Chapus) a multiplié les erreurs de plume et les tournures de phrase contrefaites.

5 Arcelor est alors une société de droit luxembourgeois, elle-même issue de la fusion, quelques années plus tôt, de trois aciéristes européens : Usinor (France), Arbed (Luxembourg) et Aceralia (Espagne).

6 Voir par exemple le décret dit Montebourg n° 14-479 du 14 mai 2014, relatif aux investissements étrangers en France, pris en réponse à l'offre de GE de racheter les activités énergie d'Alstom.

et les plus beaux principes, les meilleures intentions se heurtent à leurs propres contradictions.

4. Compte tenu des objectifs rappelés ci-dessus (et brièvement mis en perspective), les principales innovations de la loi dans le domaine du droit boursier, et que l'AMF vient de transposer dans son règlement général<sup>7</sup>, sont les suivantes :

- ◆ généralisation du droit de vote double : l'exception devient la règle et désormais dans les sociétés cotées, les actionnaires nominatifs depuis plus de deux ans bénéficieront d'un droit de vote double. Ce nouveau dispositif légal, destiné à stabiliser l'actionnariat et encourager l'investissement à long-terme, peut néanmoins être désactivé par l'assemblée générale extraordinaire (à la majorité des deux tiers) pour rétablir l'égalité de droit de vote entre toutes les actions<sup>8</sup> ;
- ◆ renforcement du rôle du comité d'entreprise dans le déroulement de l'offre publique : il s'agit désormais d'une véritable procédure d'information-consultation du comité, qui entraîne des modifications dans le calendrier de l'offre et le contenu de la note en réponse publiée par la société visée. Le comité d'entreprise devient en quelque sorte un acteur à part entière de la procédure boursière. Assisté d'un expert-comptable désigné à cet effet, il formulera son avis sur l'offre, l'initiateur, son projet industriel, les bénéfices ou les risques attendus du changement de contrôle en cas de succès de l'OPA. La loi instaure aussi une nouvelle « clause de rendez-vous », où le nouvel actionnaire devra rendre compte au comité d'entreprise du respect des engagements qu'il aurait pris à son égard au moment de l'offre, après six, douze et vingt-quatre mois suivant la clôture de l'offre<sup>9</sup> ;
- ◆ contre les prises de contrôle rampantes, la loi, d'une part, introduit une règle de caducité automatique de l'OPA si le seuil de 50 % n'est pas atteint à l'issue de l'offre et, d'autre part, l'abaissement de 2 à 1 % du seuil dit d'excès de vitesse, au-delà duquel un actionnaire qui augmente sa participation (de plus de 1 %) entre 30 % et 50 % sera contraint de déposer une offre publique. Ces règles avaient été proposées et recommandées par l'AMF<sup>10</sup> ;
- ◆ l'abandon du principe de neutralité des dirigeants de la société faisant l'objet de l'offre, pour leur permettre de prendre des mesures destinées à faire échec à une OPA non sollicitée<sup>11</sup>.

7 Arrêté du 27 juin 2014, JO 29 juin p. 44.

8 L'article 7V de la loi, qui prévoit un régime transitoire sur l'acquisition du droit de vote double généralisé, est un concentré des faiblesses rédactionnelles dont le texte est affligé. On croit deviner que l'intention était de dispenser d'OPA obligatoire l'actionnaire qui, ayant d'abord cédé des titres pour franchir à la baisse le seuil de 30 %, viendrait ensuite à franchir ce seuil à la hausse par l'effet du doublement automatique de ses droits de vote en avril 2016, retrouvant ainsi son niveau de droit de vote initial.

9 Il est intéressant d'observer que le législateur en France vient d'être rejoint par le *Takeover Panel* au Royaume-Uni, qui vient d'annoncer qu'il engageait une réflexion dans ce sens, pour mieux contrôler le respect d'engagements ou de promesses faites au moment de l'offre : « *Post-offer undertakings and intention statements* » - 15 septembre 2014.

10 Voir rapport Field (2008) et la consultation publique de l'AMF du 9 décembre 2011.

11 S'agissant des autres changements, relatifs à la généralisation du droit de vote double, au rôle du comité d'entreprise, au seuil de caducité automatique ou la réduction de l'excès de vitesse, ils ont été largement décrits et

Cette dernière disposition, peut-être la plus remarquable pour les spécialistes de droit boursier, mérite qu'on s'y arrête, car elle renverse un principe solidement ancré dans notre paysage juridique depuis de nombreuses années (I). Ce changement a bien évidemment des conséquences immédiates sur la nature des défenses que pourra prendre la cible en cours d'offre et sur une autre règle cardinale de droit boursier, non moins ancienne et traditionnelle, tenant au caractère irrévocable de l'offre de l'initiateur (II).

## I. L'abandon du principe de neutralité

5. C'est sans doute la première fois qu'un texte de loi se fixe pour objectif de dissuader les OPA. Traditionnellement, on estime en effet que les marchés de capitaux sont un moteur de l'activité et de la croissance économique, et que les échanges sur les marchés, en particulier les OPA, sont un moyen d'aboutir à une allocation efficiente du capital. En un mot, c'est la vision libérale de l'économie de marché qui prévaut. Dans cette perspective, les dirigeants d'une société cotée ont un devoir de neutralité : un initiateur propose aux actionnaires existants d'acquérir leurs titres, il appartient à chacun d'entre eux de décider d'accepter ou non l'offre qui lui est faite. On demande bien sûr à l'initiateur d'exposer son projet industriel, et à la société concernée et ses dirigeants qu'ils fassent connaître leur point de vue sur ce projet (notamment s'ils sont opposés à l'offre) ; et le comité d'entreprise peut convoquer et entendre l'initiateur et lui-même exprimer son avis, mais chaque actionnaire doit pouvoir accepter l'offre et céder ses titres s'il le souhaite. Les dirigeants ne peuvent pas entraver l'offre ou tenter d'y faire échec autrement qu'en sollicitant éventuellement une offre émanant d'un tiers, un chevalier blanc. C'est le principe de neutralité des dirigeants, tel qu'il résultait de la directive OPA de 2004<sup>12</sup>.

6. En réalité, ce principe est en France pratiquement aussi ancien que le droit des offres publiques. Contrairement à ce qui est dit parfois, il n'a pas été introduit en 2006 à l'occasion de la transposition de la cette directive, il existait bien avant<sup>13</sup>. Sur ce point, la directive s'efforçait d'étendre le principe de neutralité des dirigeants à l'ensemble des pays de l'UE, mais

commentés. Il convient de se reporter aux références bibliographiques mentionnées ci-dessus.

12 L'article 3.1(c) de la directive OPA dispose que les dirigeants et le conseil d'administration doivent agir dans l'intérêt de la société visée et ne peuvent pas refuser aux actionnaires la possibilité de décider par eux-mêmes des mérites de l'offre qui leur est faite. Quant à l'article 9, il précise que pendant l'offre, les dirigeants et le conseil doivent obtenir l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'initiateur de prendre le contrôle de la société.

13 Si l'on se reporte vingt-cinq ans en arrière, à l'époque du Conseil des bourses de valeurs et du Règlement 89-03 de la COB, les dirigeants étaient déjà astreints à une obligation de vigilance particulière quant à leurs déclarations et devaient saisir la COB s'ils envisageaient un acte quelconque dépassant la gestion courante ; la compétition que peut impliquer une offre ne devait s'effectuer que par le libre jeu des offres et les dirigeants devaient s'abstenir de renforcer leur autocontrôle ou racheter leur propres titres. Enfin, les délégations d'augmentation de capital étaient suspendues de plein droit en période d'offre, sauf si les actionnaires avaient expressément autorisé le conseil d'administration, moins de douze mois avant l'offre, à faire usage de cette autorisation en période d'offre (art. 180 de la loi de 1966).

ne faisait qu'énoncer une règle déjà classique en France (ou, du reste, au Royaume-Uni)<sup>14</sup>.

7. Désormais, la loi permet au conseil d'administration « dans la limite de l'intérêt social » de prendre « toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre »<sup>15</sup>. Cette nouvelle règle est donc l'exact contre-pied de l'ancienne. On relève qu'elle est néanmoins permise par la directive, qui prévoit à titre d'exception (article 12) que les États membres peuvent choisir de ne pas imposer le principe de neutralité (*opt-out*), à condition de permettre à chaque société de décider de s'y soumettre volontairement (*opt-in*). La nouvelle loi permet donc aux sociétés de modifier leurs statuts pour conditionner l'adoption d'éventuelles mesures susceptibles de faire échouer l'offre à l'approbation préalable de l'assemblée<sup>16</sup>.

8. Par rapport à ses homologues européens, la France quitte ainsi un groupe très majoritaire de pays qui, comme le Royaume-Uni, s'en tiennent au principe de neutralité des dirigeants préconisé par la directive, pour rejoindre l'Allemagne, la Belgique et quelques autres qui ont fait le choix inverse<sup>17</sup>.

## II. Conséquences sur les mesures de défense et le principe d'irrévocabilité des offres

9. Les nouvelles dispositions du règlement général de l'AMF prennent donc acte de ce changement législatif, même si elles s'efforcent d'en tempérer quelque peu les conséquences. Il est évident que le régulateur a le souci de prévenir d'éventuels excès de zèle des dirigeants de la cible dans leur projet de contrecarrer une offre. L'AMF réaffirme ainsi que l'instauration de ce nouveau principe de « non-neutralité » doit se concilier avec les autres grands principes, de transparence, d'intégrité du marché et surtout de libre jeu des offres. Un nouvel article 231-7 est introduit dans le règlement général, aux termes duquel les protagonistes doivent s'assurer que leurs actes et leurs déclarations pendant la période d'offre n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement des actionnaires. Par ailleurs, les dirigeants de la cible devront informer au préalable l'AMF s'ils envisagent de prendre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre<sup>18</sup>. Le projet de règlement général modifié ajoutait que l'AMF ferait alors connaître son appréciation sur ces mesures (et leur compatibilité avec les principes rappelés à l'instant), mais cet ajout a été retiré de la version finale du texte. Il ne fait cependant guère de doute que l'AMF saura se faire entendre si elle a des critiques à formuler sur les mesures envisagées.

14 On a même montré que le principe de neutralité avait déjà été affaibli une première fois en raison de la manière pour le moins paradoxale dont la directive avait été transposée en France par la loi du 31 mars 2006, qui consacrait notamment le fameux mécanisme des bons Breton (article L. 233-32 II du code de commerce). V. « La nouvelle donne en matière de défense anti-OPA », A. Pérès et J.F. Louit, Les Echos, 2 novembre 2006.

15 Article L. 233-32 I du code de commerce dans sa nouvelle rédaction issue de la loi.

16 Nouvelle rédaction de l'article L. 233-33 du code de commerce.

17 Rapport de la Commission du 28 juin 2012 sur l'application de la directive 2004/25/CE, p. 3.

18 Ces dispositions sont à rapprocher de celles de l'ancien Règlement 89-03 de la COB et l'ancien article 231-36 du règlement général dans sa rédaction antérieure à 2006 – voir note 13 ci-dessus.

10. Malgré la limite de l'intérêt social, reprise dans la loi et le règlement général, et le rappel aux autres principes du droit des offres, il demeure que la marge de manœuvre des dirigeants de la cible pour se défendre devient considérable. Ainsi, à moins qu'en vertu de l'*opt-in* rappelé ci-dessus<sup>19</sup>, les actionnaires aient imposé la neutralité à leurs dirigeants (en vertu d'une résolution votée à la majorité des deux tiers en assemblée générale), l'éventail des défenses pourra inclure :

- ◆ Acquisitions d'actions : sauf en cas d'OPE, la société pourra en principe intervenir sur son titre et procéder à des rachats d'actions<sup>20</sup> ;

- ◆ Augmentation de capital – sort des délégations : la société pourra procéder à des émissions d'actions ou de titres donnant accès au capital, y compris en supprimant le droit préférentiel de souscription ou réservant la souscription à certains investisseurs, ou décider l'attribution de bons Breton. Bien entendu, compte tenu des règles de droit commun concernant ces opérations, le conseil d'administration devra préalablement avoir obtenu une délégation votée en assemblée générale. Concrètement, ces délégations de pouvoir préciseront si elles sont ou non suspendues en cas d'offre publique (à défaut, elles pourront être utilisées) et il y a tout lieu de penser que la pratique sur ce point changera assez peu : les sociétés qui, aujourd'hui, ont pu faire voter des délégations pouvant être activées en cas d'OPA<sup>21</sup> devraient être en mesure de faire renouveler ces délégations dans les mêmes conditions. Pour celles qui n'ont pas pu jusqu'à présent obtenir ce blanc-seing de leurs actionnaires, on peut penser que les délégations financières à l'avenir devront prévoir spécifiquement qu'elles ne peuvent pas être utilisées en cas d'offre, faute de quoi elles seront probablement rejetées en assemblée générale. À titre transitoire, en attendant que l'ensemble des sociétés aient eu la possibilité de faire renouveler leurs délégations financières, on peut aussi s'interroger sur le sort d'une délégation existante à ce jour, votée dans le cadre du régime antérieur à la loi Florange : pourrait-elle être activée du fait de l'entrée en vigueur de la loi, ou resterait-elle suspendue conformément au droit commun applicable au moment de leur adoption ? Dans le silence de la loi sur ce point, il nous semble que cette deuxième interprétation devrait être retenue.

- ◆ Acquisitions et cessions d'actifs – ici, nul besoin de vote de l'assemblée générale, et ces opérations, y compris celles qui seront « transformantes », pourront le plus souvent être décidées par le conseil d'administration et les dirigeants seuls. La seule limite sera (demeure) celle de l'intérêt social, notion dont les contours ont toujours été assez flous et dont la portée utile se limite aux situations pathologiques les plus graves (la jurisprudence est en effet traditionnellement assez prudente et réticente à sanctionner les décisions des dirigeants sur la base d'une prétendue contrariété à l'intérêt social). En pratique, dès lors que le conseil d'administration et la direction générale, entourés de leurs experts, conseils financiers et juridiques, auront fait les diligences d'usage s'agissant de l'actif considéré et

19 Voir paragraphe 7 et note 13 ci-dessus.

20 Article 231-9 du règlement général, modifié.

21 Avant la loi Florange, les délégations votées par l'assemblée générale pouvaient stipuler qu'elles seraient utilisables en cas d'OPA lancée par un initiateur « non-vertueux », dans le cas de l'exception de réciprocité de l'article 12(3) de la directive (repris dans l'ancien article L. 233-33, dans sa version de 2006).

sa valorisation, il sera sans doute assez difficile pour l'initiateur (ou un actionnaire) de faire échec à l'opération en invoquant devant les tribunaux la non-conformité à l'intérêt social.

Notons qu'il pourra être utile aussi de se référer aux conclusions des travaux en cours de l'AMF sur la question des cessions d'actifs importants, dans le cadre d'une réflexion de place menée à la suite des opérations Vivendi et Alstom au printemps 2014<sup>22</sup>. Ces travaux ne portent pas spécifiquement sur l'hypothèse de la cession d'un actif important en période d'offre, mais il est possible que les conclusions auxquelles parviendra l'AMF aient une incidence aussi sur cette situation particulière.

11. Il reste à s'interroger enfin sur ce qu'est exactement une *mesure susceptible de faire échouer l'offre*. Curieusement, cette question pourtant centrale<sup>23</sup> n'est que rarement abordée par les commentateurs. Elle se présente en effet sous un jour particulier en droit français puisqu'une offre doit être, du point de vue de son initiateur, *irrévocable*. Et les hypothèses dans lesquelles ce dernier peut se retirer alors qu'il a atteint le seuil d'acceptation applicable à son offre (le plus souvent, 50 % + 1 action) sont depuis toujours très étroitement encadrées. Sur ce point, le règlement général vient combler fort heureusement une lacune qui existait déjà depuis 2006 – et qu'il était encore plus urgent de corriger à présent que la « non-neutralité » devient la règle – : le nouvel article 232-11 précise désormais que l'initiateur peut, avec l'accord de l'AMF, retirer son offre dans deux hypothèses :

- ◆ si la *consistance* de la cible est modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive : ce cas était déjà prévu, et pourra concerner les situations où la cible a engagé des acquisitions ou des cessions significatives pendant l'offre. Là encore, la non-neutralité devenant la règle, il est possible que le cas de figure se présente plus fréquemment et que l'AMF soit prochainement appelée à préciser cette notion de consistance ;
- ◆ si les mesures prises conduisent à un *renchérissement de l'offre* : ce cas est nouveau et n'était pas expressément visé dans le règlement général. Sans doute pouvait-il déjà, implicitement, se rattacher à la notion de consistance de la cible visé au cas précédent. Mais la correction est bienvenue, car on pouvait hésiter sur la question de savoir si un renchérissement marginal de l'offre, résultant par exemple de l'émission de bons Breton faiblement dilutifs (par exemple, de 5 %) pouvait véritablement être qualifié de modification de la consistance de la cible. À présent, le doute n'est plus permis : toute augmentation de capital dilutive (dont les effets ne seraient pas neutralisés par les clauses d'ajustement automatique du prix qui figurent usuellement dans les modalités de l'offre proposées par l'initiateur) ou venant augmenter le prix, même marginalement, comme toute émission de bons Breton, devrait permettre à l'initiateur de retirer son offre.

12. Cette solution est logique, et parfaitement cohérente avec les principes dégagés par l'AMF lors de l'affaire des bons

Plavix en 2004<sup>24</sup> : dès lors que l'on permet désormais à la cible d'augmenter unilatéralement le coût de l'offre, qu'il s'agisse d'une dilution ou d'une augmentation du prix devant être payé par l'initiateur, il faut permettre à l'initiateur de retirer son offre. ■

22 Voir G. Rameix, Président de l'AMF, Les Echos, 16 avril 2014.

23 Cette notion reste importante, même dans le nouveau système issu de la loi Florange, dans les hypothèses d'*opt-in*, pour déterminer précisément quelles opérations seraient couvertes par une résolution d'assemblée visant à interdire toute « *mesure susceptible de faire échouer l'offre* ».

24 Communiqué AMF du 23 avril 2004, Bulletin mensuel AMF mai 2004 p. 99.