



Association Nationale des Sociétés par Actions

39 rue de Prony – 75017 Paris

Tél. : 01.47.63.66.41 Fax : 01.42.27.13.58 Internet : <http://www.ansa.asso.fr> E-mail : ansa@ansa.asso.fr

2006 – V
Décembre 2006

n° 06-061

(Version révisée le 18.12.2006)

DEFENSES ANTI-OPA Le nouveau régime¹

Introduction : que deviennent les DEFENSES ANTI-OPA TRADITIONNELLES ?

Une loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 (JO du 1^{er} avril 2006), modifiant le code de commerce, vient de transposer la directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les OPA (JOUE du 30 avril 2004). Deux types de défenses traditionnelles étaient envisageables contre les OPA inamicales. Que deviennent-elles après l'entrée en vigueur de ce nouveau texte ?

1° Les défenses préventives :

- *La dissociation du capital et des droits de vote* : sa mise en oeuvre est limitée dans le nouveau régime de neutralisation des restrictions conventionnelles et statutaires (*cf infra*) : droit de vote double (art. L. 225-123 C. com.) ; limitation des droits de vote par actionnaire (art. L.225-25), obligatoirement assortie d'une « clause de caducité » dans une société cotée (ex-COB, rapport annuel pour 1993) ; émission de valeurs mobilières sans droit de vote : actions de préférence (art. L. 228-11 et s. C. com.).
- *Les pactes d'actionnaires* : la conclusion de tels pactes entre des actionnaires est de nature à rendre plus difficile une OPA hostile ; depuis la loi NRE du 15 mai 2001, toute clause d'un tel pacte comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions cotées et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote poursuit ses effets en cas d'offre publique, à condition d'avoir été déclarée à l'AMF dans les 5 jours de sa conclusion (art. L.233-11 C. com.) ; l'efficacité de tels pactes est réduite par la jurisprudence traditionnelle qui n'accorde, en cas de violation, que des dommages-intérêts ; en outre, toute clause d'un tel accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue, doit être portée à la connaissance des personnes concernées, de l'AMF et du public (art. 231-5 RG AMF).
- *Le recours à la société en commandite par actions (SCA) ?* Il est aujourd'hui difficile à utiliser en tant que défense anti-OPA, en raison des règles imposées par l'AMF (art. 236-5 RG AMF) : dès que l'assemblée générale d'une société cotée a adopté une résolution décidant sa transformation en SCA, les personnes qui contrôlaient la société

¹ - Exposé présenté par Jean-Paul VALUET, Secrétaire Général de l'ANSA, lors du déjeuner-débat (séminaire de formation) organisé par le cabinet Baker & Mc Kenzie le 23 novembre 2006.

avant la transformation ou les associés commandités sont tenus de déposer une offre publique de retrait ne comportant aucune condition minimale.

- *La déclaration des franchissements de seuils* : quoique fort utile, ce régime est critiqué pour sa lourdeur ; en effet, les règles relatives aux seuils statutaires, au demeurant peu appliquées, paraissent trop contraignantes aux investisseurs institutionnels, la déclaration pouvant être imposée dès le franchissement du seuil de 0,5 % du capital ou des droits de vote ; des discussions sont en cours, dans le cadre du groupe de concertation entre émetteurs, investisseurs institutionnels et conservateurs animé par M. Philippe ODDO, pour explorer les voies d'un assouplissement ; en échange, une plus grande attention serait demandée aux investisseurs pour informer les émetteurs de leur politique à l'égard des projets de résolutions qui sont soumis aux assemblées générales d'actionnaires.
- *L'identification nominative des actionnaires* : elle connaît un regain de faveur (*cf infra, conclusion*).

2° Les défenses « à chaud » :

- L'assemblée générale a désormais le rôle central en devenant un point de passage obligé : de ce fait, la défense anti-OPA « à chaud » est devenue lourde (*cf infra*).
- Le « chevalier blanc » : cette défense classique demeure l'une des meilleures parades contre une OPA hostile.
- Les recours judiciaires : la société cible peut déposer un recours contre la décision de recevabilité prise par l'AMF et le visa qu'elle délivre sur la note d'information.
- Les bons : ils viennent d'être officialisés, mais leur émission est encadrée (*cf infra*).

oOo

LE NOUVEAU REGIME DES DEFENSES ANTI-OPA

1° PRINCIPE

La directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les OPA exige, pour la mise en oeuvre des mesures anti-OPA, l'intervention préalable de l'assemblée générale *pendant la période de l'offre*, ce qui constitue une nouveauté certaine pour la France.

A/ Le droit antérieur

En effet, dans le droit français qui était en vigueur avant la loi du 31 mars 2006 (art. L. 225-129-3 C. com. aujourd'hui abrogé *par la loi du 31 mars 2006*), les délégations préalables de l'assemblée, *en matière d'émissions*, pouvaient être utilisées en période d'offre publique à certaines conditions :

- 1/ cette délégation devait s'inscrire « dans le cours normal de l'activité de la société » : autrement dit, une émission autorisée doit naturellement être guidée par l'intérêt social et à notre avis, elle doit être orientée vers le financement du développement de la société ;
- 2/ sa mise en oeuvre ne devait pas être « susceptible de faire échouer l'offre » : ce qui allait déjà loin, car une augmentation de capital décidée en cours d'offre publique était justement, jusqu'à présent, principalement destinée à la contrer ; on peut supposer que le législateur avait voulu empêcher tout « verrouillage » interdisant le succès de l'offre, autrement dit qu'il a eu

pour objectif de mieux assurer l'application des principes, actuellement en vigueur, du libre jeu des offres et de leurs surenchères, de loyauté de traitement et d'information des détenteurs de titres ainsi que des transactions (art. 231-3 RG AMF, anc. règl. COB n° 2002-04, article 4). Toujours est-il qu'aux conditions 1/ et 2/ exposées ci-dessus, les délégations antérieures de l'assemblée générale *en matière d'émissions* pouvaient être utilisées, alors que la directive européenne (art.9, *cf infra*) exige en principe que l'autorisation de l'assemblée générale ou sa confirmation d'une décision antérieure, soit donnée pendant la période de l'offre.

B/ Le droit nouveau issu de la directive OPA

Le texte européen impose en principe que l'autorisation préalable de l'assemblée générale intervienne *pendant la période d'offre*, pour que le conseil *puisse entreprendre toute action* « susceptible de faire échouer l'offre », en particulier *avant d'entreprendre toute émission d'actions* « de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée » (art. 9-2), et qu'en ce qui concerne les mesures prises avant le début de la période d'offre et qui ne sont pas encore en tout ou en partie mises en oeuvre, l'assemblée approuve ou confirme toute décision « qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société » (art. 9-3).

La France, suivant les recommandations du rapport de M. Jean-François LEPETIT sur la transposition de la directive (27 juin 2005), a transposé - autrement dit, rendu obligatoire en France - le seul article 9 de la directive 2004/25/CE, en insérant le nouvel article L 233-32 dans son code de commerce (article 12 de la loi n° 2006-387 du 31/03/2006 relative aux offres publiques d'acquisition, publiée au J.O. le 1^{er}/04/06).

Le nouveau texte français (art. L. 225-32 C. com.) dispose :

1/ d'une part, que *pendant la période d'offre publique*, le conseil - à l'exception de son pouvoir de nomination -, le directoire, les directeurs généraux ou les directeurs généraux délégué doivent obtenir *l'autorisation préalable de l'assemblée* pour prendre toute mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre (hormis la recherche d'autres offres) ;

2/ d'autre part, que toute délégation de l'assemblée *antérieure à l'offre* (et, selon une doctrine que nous partageons, également les subdélégations du conseil, *cf Mémento F. Lebefvre Soc. com.* 2007, n° 17662), dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre (hormis la recherche d'autres offres), est désormais suspendue pendant la période de l'offre publique : *on soulignera que désormais, la délégation visée peut avoir autorisé d'autres décisions que les augmentations de capital* (à la différence du régime antérieur de l'ancien article L.225-129-3, abrogé) : *par ex., une émission de valeurs mobilières composées, une émission de bons entre des mains amies, ou une réduction du capital se traduisant, lorsqu'elle n'est pas motivée par des pertes, par une distribution d'actifs entre les actionnaires* (art. L. 225-204 C. com.) (cf H. Le Nabasque, « Les mesures de défenses anti-OPA depuis la loi du 31 mars 2006 », *Rev. soc.* 2/2006, p. 256) ; qu'en outre, toute décision du conseil ou des autres organes dirigeants précités, *prise avant la période d'offre*, qui n'est pas totalement ou partiellement mise en oeuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée.

Cela étant, la directive européenne du 21 avril 2004 (art. 12) permet aux Etats membres de ne pas imposer aux sociétés d'appliquer l'article 9 (et/ou l'art. 11 relatif aux restrictions

statutaires sur le transfert des titres et sur le droit de vote) : autrement dit de ne pas transposer le régime européen des mesures de défense anti-OPA ou de ne le transposer que partiellement.

Afin d'équilibrer quelque peu le jeu des offres publiques, l'article 12-3 de la directive européenne prévoit en effet une clause de réciprocité aux termes de laquelle *"les Etats membres peuvent, dans les conditions fixées par le droit national, exempter les sociétés qui appliquent l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11, d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11 si elles deviennent l'objet d'une offre lancée par une société qui, quant à elle, n'applique pas ces mêmes articles ou par une société contrôlée directement ou indirectement par une telle société".....* Toute mesure prise en vertu de ce régime de réciprocité est soumise à l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires de la société visée, 18 mois au plus tôt avant que l'offre ait été rendue publique (art. 12-5).

La transposition par les droits nationaux du texte européen peut donc être partielle et se limiter à l'encadrement des pouvoirs des dirigeants prévu à l'article 9, à l'exclusion de l'article 11 relatif à la neutralisation des restrictions sur le transfert des titres ou sur le droit de vote (« peuvent exempter d'appliquer l'article 9..... et/ou l'article 11»). Une société peut cependant faire le choix réversible d'appliquer ledit article 9. Mais, dans ce cas, les Etats membres peuvent exempter de cette application la société qui serait la cible d'une société n'appliquant pas elle-même l'article 9 (clause de réciprocité).

Transposant partiellement le texte européen – c'est-à-dire rendant obligatoire en France le seul article 9 de la directive - , la loi française du 31 mars 2006 prévoit (art . L.233-33 C. com.) que les dispositions précitées de l'article L. 233-32 encadrant les pouvoirs des dirigeants en période d'offre *ne sont pas applicables* lorsque la société fait l'objet d'un offre publique lancée par un ou des initiateurs agissant de concert dont *l'un au moins n'applique pas ces dispositions « ou des mesures équivalentes »* ou qui sont contrôlés par des entités dont l'une au moins ne les applique pas (clause de réciprocité). Toutefois, les dispositions de l'article L. 233-32 s'appliquent si les seuls initiateurs qui n'appliquent pas ces dispositions agissent de concert avec la société cible (exception à la clause de réciprocité). Lorsque le mécanisme de réciprocité joue, toute mesure prise par les organes dirigeants doit avoir expressément autorisée pour l'hypothèse d'une offre publique par l'assemblée générale dans les 18 mois précédant le jour du dépôt de l'offre.

En bref, pour l'adoption de mesures anti-OPA, c'est désormais en période d'offre qu'en principe l'intervention préalable de l'assemblée est obligatoire, à l'exception du pouvoir de nomination des conseils d'administration ou de surveillance (et bien entendu, sauf application d'une clause de réciprocité, cf infra). Or cette obligation sera difficile à mettre en œuvre, même si de nouvelles dispositions réglementaires (art.130-II et III du décret du 23 mars 1967 modifié par le décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006) viennent d'instituer, pour les sociétés cotées et assimilées, deux délais dérogatoires, plus courts, en cas d'application de l'article L. 233-32 précité relatif aux défenses anti-OPA : d'une part, pour la publication au BALO de l'avis de convocation d'une assemblée générale en période d'OPA : 15 jours avant l'assemblée (au lieu de 35 jours dans le cas général) ; d'autre part, pour l'envoi des demandes d'inscription à l'ordre du jour de l'assemblée de projets de résolutions d'actionnaires « dissidents », toujours dans la même situation : 5 jours à compter de la publication de l'avis de réunion (à la différence du régime général, dans lequel la société doit attendre ces projets « dissidents » jusqu' à 25 jours avant l'assemblée, sauf si elle publie son avis plus de 45 jours avant l'assemblée, auquel cas elle n'est tenue d'attendre que 20 jours après la publication de l'avis).

2° COMMENT FAIRE JOUER LE MECANISME DE RECIPROCITE ?

Soulignons tout d'abord qu'à notre sens, une société « *qui n'applique pas* » les articles 9 et 11 vise n'importe quelle société attaquante, dont le siège est *ou non* situé dans un Etat membre et qui n'applique pas ces dispositions, pour quelque raison que ce soit, que ces dispositions ou leur équivalent existent ou non dans le droit national dont elle dépend ou dans ses statuts (dans ce sens, Th. Brun et R. Kaddouch, « L'exception de réciprocité », Dossier Réforme des OPA, *Journal des soc.* n° 32, mai 2006, p. 46 ; et H. Le Nabasque préc., n° 6, p. 240) : sont ainsi visées les sociétés de droit américain, des pays émergents, ou de l'Union européenne si elles n'appliquent pas l'article 9 de la directive.

Le débat est ailleurs. Cette clause peut-elle jouer dans tous les cas ? C'est-à-dire aussi bien lorsque l'Etat membre a transposé l'article 9 que dans le cas contraire ?

Deux thèses se sont affrontées ces derniers mois à ce propos.

A/ L'interprétation littérale

Selon une lecture stricte du texte de la directive, une telle obligation d'appliquer l'article 9 exclut la faculté de recourir à la clause de réciprocité. L'exemption ne peut être octroyée qu'à la société cible qui applique volontairement l'article 9. Selon le texte, peuvent bénéficier de cette exemption « les sociétés qui appliquent l'article 9 paragraphes 2 et 3 » : elle ne peuvent le faire que par choix (art. 12.2) ; en effet, si l'Etat membre, en transposant l'article 9, le rendait obligatoire, la société cible ne se trouverait pas dans la situation de pouvoir ne pas l'appliquer. La logique de cette lecture textuelle paraît imparable. Un tel choix n'existe que lorsque l'Etat membre s'est réservé le droit de ne pas imposer l'application de l'article 9 (art. 12-1), et qu'il a cependant donné aux sociétés le choix (réversible) de pouvoir l'appliquer en vertu d'une clause de leurs statuts (art. 12-2 et -3).

Les tenants de cette position (A. Maréchal et A. Pietrancosta, « Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la clause de réciprocité », *Bull. JOLY bourse* nov.- déc. 2005 n° 203, p. 797 ; et H. Le Nabasque préc., n° 46), outre les travaux préparatoires de la Commission et du Parlement européens, invoquent également l'enchaînement des paragraphes du texte de l'article 12 de la directive : le paragraphe 3 qui consacre la clause de réciprocité s'inscrit nettement dans le prolongement du paragraphe 2 autorisant les Etats membres à *ne pas transposer* les articles 9 et/ou 11 : « lorsque les Etats membres font usage de la faculté prévue au par. 1 : » (c'est-à-dire : la faculté de ne pas transposer les art. 9 et/ou 11),..... « ils donnent néanmoins aux sociétés » « le choix réversible » etc.

Les mêmes auteurs invoquent aussi le considérant 21 de la directive, qui est encore plus explicite que le texte de l'article 12 et qui semble bien limiter le jeu de la clause de réciprocité au cas où les sociétés ont décidé d'appliquer *volontairement* l'article 9. Nous ajouterons dans le même sens un argument qui ne semble pas avoir été invoqué jusqu'à présent par la doctrine : la structure du considérant 21. 1^{ère} phrase : « les Etats membres devraient être autorisés à ne pas exiger des sociétés.... qu'elles appliquent les dispositions qui limitent » etc. 2^e phrase : « **En pareil cas**, les Etats membres devraient au moins donner aux sociétés le choix » etc. : « en pareil cas », c'est-à-dire dans la seule situation où l'Etat ne transpose pas les dispositions de l'article 9 (et de l'art. 11). La lecture directe du considérant corrobore – malheureusement - la lecture directe de l'article 12.

B/ L'interprétation large

Il faut cependant admettre qu'il serait *a priori* logique d'admettre que l'exemption, au cas où la situation de non-réciprocité se présente, puisse aussi être accordée par un Etat qui a rendu l'article 9 obligatoire. Au demeurant, cette clause serait la plus utile dans le cas où l'Etat transposerait l'article 9 en le rendant obligatoire.

Heureusement, le législateur français a fait sienne cette interprétation large : la transposition en droit français de l'article 9 est assortie de la faculté d'une clause de réciprocité (art. L. 233-33) ; une entreprise française cible d'une OPA lancée par un initiateur qui n'applique pas l'article 9 ou un régime équivalent, peut donc se dispenser de son application. Sur quels arguments s'appuyer en faveur d'une telle interprétation large ?

Dans la mesure où l'article 12-2 prévoit que le choix fait par une société d'appliquer volontairement l'article 9 relatif à la suspension des mesures de défense est « réversible », on ne voit pas alors l'intérêt de limiter l'exception de réciprocité au seul cas d'application volontaire par les sociétés, puisque c'est au contraire dans le cas où la société n'a pas ce choix que la clause de réciprocité prend tout son sens. En outre, il serait paradoxal d'exclure cette possibilité pour les émetteurs tenus à l'obligation légale ou, a fortiori, lorsque l'offre provient d'une entité extra-européenne non soumise aux restrictions des moyens de défense prévues par la directive.

En conclusion, à notre avis, si l'interprétation restrictive peut s'appuyer sur une certaine logique textuelle, elle est manifestement contraire au bon sens. Au demeurant, les Etats membres peuvent en réalité faire une application partielle de la faculté générale de dérogation permise par l'article 12-1 de la directive et à ce titre autoriser une clause générale de réciprocité, quelle que soit la législation applicable à la cible et à l'initiateur. C'est bien le choix du législateur français (V. *Dossiers ANSA n° 05-023 et n° 06-023, avis du Comité juridique de l'ANSA du 5 avril 2006*).

Il reste qu'en cas de contentieux, les deux interprétations risquent d'être l'une et l'autre invoquées, alors qu'une meilleure rédaction des textes, européens et français, aurait dû mettre fin au débat.

C/ Réciprocité ou non ? Equivalence ou non ?

Les défenses anti-OPA tombent donc en cas de réciprocité, y compris de la part d'initiateurs non cotés, par exemple une holding familiale (dans ce sens, *Mémento F. Lefebvre* préc.n° 17666, se référant à JO déb. Sénat 21 fév. 2006, p.735). Mais ces défenses jouent en cas d'absence de réciprocité de la part de l'initiateur. Pour qu'elles jouent, il faut que la cible puisse arguer de cette absence de réciprocité, l'attaquant n'appliquant ni le régime européen de défense anti-OPA ni des mesures « équivalentes ».

La notion de mesure « équivalente » peut être contestée : toute contestation doit faire l'objet d'une décision de l'AMF (art. L. 233-33, al. 1^{er} C. com.). Ainsi, « toute personne » qui conteste l'équivalence des dispositions relatives aux mesures défensives qui s'appliqueraient à la société initiatrice (cf art. L. 233-32 et 233-33 C. com.) doit transmettre ses arguments à l'AMF et à la société cible (art. 231-42 RG AMF).

On soulignera qu'en tout état de cause, pour faire jouer la clause de réciprocité, il faudra démontrer dans certains cas, du moins en vertu des règles européennes qui laissent aux Etats le libre choix du degré de réciprocité, que l'initiateur n'applique ni l'article 9 ni l'article 11 de la directive (dans ce sens, H. Le Nabasque préc., n° 15) (cf art. 12-3 de la directive : « *n'appliquent pas ces mêmes articles* » etc.). Mécanisme qui à l'inverse pourrait jouer contre une société française initiatrice, qui se contenterait d'appliquer le régime français, et qui se heurterait certainement à une société cible étrangère pouvant arguer que l'attaquant français applique certes l'article 9, mais non l'article 11 : d'où une absence de réciprocité.

3° LA NEUTRALISATION DES RESTRICTIONS CONVENTIONNELLES OU STATUTAIRES

La loi du 31 mars 2006 transpose partiellement l'article 11 de la directive relatif aux restrictions sur le transfert de actions ou le droit de vote, du moins sans le faire de manière autoritaire, sauf en ce qui concerne les restrictions statutaires relatives au transfert des actions, qui sont, directement en vertu de la loi française, inopposables à l'auteur de l'offre (art. L. 233-4 C. com.) (cf Le Nabasque préc. n° 7, p. 241).

Quoi qu'il en soit, doivent être transmises à l'AMF (art. 222-21 RG AMF) toute mise en application ou toute suppression de clauses statutaires d'une société cotée prévoyant que les dispositions conventionnelles ou statutaires comportant des *restrictions* au transfert des actions ou des restrictions aux droits de vote ou des droits extraordinaires de nomination au conseil d'administration sont inopposables ou suspendues en période d'offre (cf art. L. 233-35 à L. 233-39 C. com).

Ainsi, lorsqu'une société cotée décide d'appliquer ou de cesser d'appliquer les dispositions exposées *infra* (art. L. 225-35 à L. 225-39), elle est tenue, dès la modification des statuts, d'en informer l'AMF, qui rend publique cette décision (art. L. 225-40), dans des conditions fixées par le RG de l'AMF (art. 222-21). Les clauses statutaires correspondantes sont mises en ligne sur le site Internet de l'AMF. L'obligation concerne les sociétés françaises ou dont le siège est situé dans un Etat partie à l'EEE et dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

La loi du 31 mars 2006 sur les OPA transposant la directive européenne du 21 avril 2004 prévoit en effet des *mécanismes de neutralisation*, soit *de lege ferenda*, soit *volontairement* en vertu d'une clause statutaire, en période d'offre ou à l'issue de la clôture de l'offre, des restrictions statutaires ou conventionnelles visant le transfert des actions d'une société cible cotée ou l'exercice des droits de vote aux assemblées générales d'actionnaires d'une telle société.

A/ Neutralisation de lege ferenda :

Ainsi, selon l'article L. 233-34, introduit par la loi du 31 mars 2006 sur les OPA, sauf obligation législative, les effets d'une *clause statutaire* d'une société cotée prévoyant des *restrictions au transfert des actions* apportées à l'offre, telles les clauses d'agrément ou de préemption, sont *de lege ferenda* inopposables à l'initiateur de l'offre.

Pour mémoire, selon l'article L. 225-125, al. 2 introduit par la loi du 31 mars 2006 sur les OPA, les effets d'une *clause statutaire* comportant une *limitation du nombre des voix* par

actionnaire d'une société cotée sont *de lege ferenda* suspendus lors de la première assemblée qui suit la clôture de l'offre lorsque l'auteur de l'offre détient à l'issue de celle-ci une fraction de capital ou des droits de vote supérieure à une quotité fixée par le RG de l'AMF (ce seuil est fixé aux deux tiers, art. 231-43 RG AMF).

B/ Neutralisation statutaire :

En vertu de l'article L. 225-35, les *statuts* d'une société cotée peuvent prévoir – il ne s'agit que d'une faculté - que les effets de toute *clause d'une convention* conclue après le 21 avril 2004 (date de la directive européenne sur les OPA, et non pas de l'entrée en vigueur de celle-ci, qui est intervenue 20 jours après la publication au JOUE du 30 avril 2004), prévoyant des *restrictions au transfert des actions*, tels les pactes d'actionnaires comportant entre eux une préférence, une préemption, un agrément ou une inaliénabilité temporaire (V. *BRDA* 9/06, p. 18), sont inopposables à l'initiateur de l'offre pendant la période de l'offre.

Selon les articles L. 233-36 et L. 233-37, *les statuts* d'une société cotée peuvent prévoir – il ne s'agit que d'une faculté - que sont suspendus aux assemblées réunies pendant la période de l'offre pour décider ou autoriser toute mesure susceptible de faire échouer l'offre : 1/ les effets de toute *clause d'une convention* conclue après le 21 avril 2004 comportant des *restrictions à l'exercice des droits de vote*, telles qu'une renonciation à l'exercice du droit de vote simple pendant un temps ou du droit de vote double ; 2/ les effets des *restrictions statutaires* à l'exercice des droits de vote, telle que la limitation des voix par actionnaire.

Selon l'article L. 233-38, également introduit par la loi du 31 mars 2006 sur les OPA, les *statuts* d'une société cotée peuvent prévoir – il s'agit donc d'une faculté et non d'une obligation - que les effets des *restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote* et les effets d'une clause relative à de telles restrictions incluse dans une convention conclue après le 21 avril 2004, sont *suspendus* lors de la première assemblée générale d'actionnaires suivant la clôture de l'offre, lorsque l'auteur de l'offre vient à détenir, seul ou de concert, une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à une quotité fixée par le RG de l'AMF – lequel fixe ce seuil à plus de la moitié du capital ou des droits de vote (art. 231-44 RG AMF) –, sans pouvoir atteindre le seuil prévu à l'art. L. 225-125, 2^e alinéa (au maximum les trois quarts).

Des dispositions similaires sont prévues, à l'article L. 225-39, à propos de la *nomination ou de la révocation des dirigeants* : les *statuts* peuvent prévoir la suspension, lors de la première assemblée qui suit la clôture de l'offre, des droits extraordinaires de nomination et de révocation des dirigeants (le texte les énumère limitativement), droits qui sont détenus par certains actionnaires lorsque l'initiateur de l'offre détient à l'issue de celle-ci, seul ou de concert, une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à une quotité fixée par le RG de l'AMF à plus de la moitié (art. 231-45 RG AMF).

4° LES « BONS D'OFFRE »

Comme on l'a vu, selon l'article L. 233-32, si la mise en oeuvre d'une délégation, accordée par l'assemblée avant le dépôt d'une offre publique, est susceptible de faire échouer une offre, c'est-à-dire si elle peut être utilisée comme une mesure anti-OPA, cette délégation doit alors, en principe, être confirmée par une nouvelle AGE avant de pouvoir être utilisée.

A/ Principe

Mais, par dérogation à ce principe de la suspension des délégations sauf confirmation par l'assemblée, lorsque l'offre est faite par une entité qui n'applique pas les règles de l'article L. 233-32 (autorisation par l'assemblée générale des mesures anti-OPA), ou des mesures équivalentes, ou qui est contrôlée par une entité qui ne les applique pas, *la délégation d'émettre des bons de souscription d'actions peut être utilisée par le conseil* durant la période d'offre en vertu du nouvel article L 233-33 (inséré par l'article 13 de la loi sur les OPA du 31 mars 2006), système inspiré des « right plans » américains.

Cette délégation, dont la durée de validité en tant que défense anti-OPA est de 18 mois, doit viser expressément le cas de l'offre publique (art. L 233-33).

L'amendement concernant les bons a été présenté pour assurer la sécurité juridique de telles délégations (V. exposé des motifs de l'amendement présenté par le Ministre de l'économie devant le Sénat le 21/02/2006), en raison sans doute du risque d'interprétation restrictive du régulateur qui jusqu'à présent s'opposait aux initiatives prises par la société visée par l'offre ayant pour effet de majorer le coût de celle-ci (sur les bons dits « Plavix », V. P. H. Conac, « Les bons de souscription d'actions et les principes généraux des offres publiques », *Rev. soc.* 2005, p. 321 ; J.-M. Moulin, Retour sur les bons dits « Plavix »..., *Bull. Joly Bourse*, 2004, p. 673 ; N. Rontchevsky, *RTD com.* 2004, p. 562).

Comme toute décision du conseil d'administration en matière d'émission donnant accès au capital, le respect de la procédure d'autorisation n'est pas une condition suffisante pour assurer la régularité de l'émission. Il faut encore que, conformément au droit commun, la décision ne soit pas contraire à l'intérêt social.

B/ Comment rédiger la résolution d'assemblée concernant les « bons d'offre » ?

La clause de réciprocité peut être invoquée par la société qui émet des bons d'offre, en vertu de l'interprétation large exposée *supra*.

L'article L 233-32-II prévoit la possibilité d'attribuer gratuitement des BSA à l'ensemble des actionnaires. Compte tenu de l'introduction de la clause de réciprocité, il ne semble pas que cette précision légale était indispensable. En outre, le texte ajoute que l'exercice de ces bons peut se faire à des conditions préférentielles. Dans la mesure où l'ensemble des actionnaires est concerné, il ne semble pas non plus que cette précision soit juridiquement indispensable.

Le texte n'impose pas de règles encadrant les conditions préférentielles ; la seule limite est donc le nominal de l'action. A notre avis, il n'est pas nécessaire que le projet de résolution précise la portée de cet avantage ou un maximum de décote, tous les actionnaires étant les éventuels bénéficiaires de ces bons (V. à ce sujet *Dossier ANSA n° 06-023*, avis du *Comité juridique de l'ANSA du 5 avril 2006* ; sur les bons d'offre, V. notamment, Ch. Clerc, « Bon d'offre : le conseil d'administration au cœur des offres publiques », *Option fin.* 3/04/2006, p. 48). Au demeurant, on observe que le texte de l'article L 233-32 prévoit que les conditions d'exercice des bons peuvent être fixées par le conseil sur délégation (*cf infra*).

Selon l'art. 233-33, al. 2, « dans le cas où le premier alinéa s'applique » (clause de réciprocité), « toute mesure prise par le conseil d'administration, le conseil de surveillance, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doit

avoir été expressément autorisée pour l'hypothèse d'une offre publique par l'assemblée générale dans les dix-huit mois précédant le jour du dépôt de l'offre ». Il est certain que les « mesures prises par le conseil » sont celles, quelles qu'elles soient, dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

C/ Quels sont les attributaires des bons ?

Selon l'article L 233-32-II, 1^{er} alinéa, les bons peuvent être attribués « à tous les actionnaires de cette société ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre publique ». Ce moment correspond à la date de publication des résultats de l'offre. Sont donc bénéficiaires toutes les personnes qui possèdent des actions de la cible à cette date.

D/ Quelle est la nature juridique des bons d'offre ?

Selon une *première interprétation*, ces bons auraient une nature juridique ambiguë. Le texte ne précise pas qu'ils relèvent des dispositions de l'article L 228-91 sur les valeurs mobilières donnant accès au capital. Il ne serait donc pas assuré qu'il s'agisse de valeurs mobilières négociables de plein droit, d'autant que le risque de caducité ne correspond pas à la nature de valeurs mobilières.

Selon une *deuxième interprétation*, il s'agit bien de bons de souscription d'actions qui relèvent naturellement de la définition des valeurs mobilières donnant accès au capital de l'article L 228-91 ; il était donc superflu que la loi le confirme expressément. En vertu de cette interprétation, ces BSA sont évidemment négociables et peuvent donc en théorie être cotés.

A notre avis, les bons d'offre correspondent aux BSA soumis aux dispositions de l'article L 228-91, sauf règles dérogatoires, par exemple, l'autorisation d'émission par une AGE soumise aux règles de quorum et de majorité des AGO (dans le même sens, V. *Dossier ANSA n° 06-023*, avis du *Comité juridique* de l'ANSA du 5 avril 2006).

oOo

Conclusion : LA TRANSPARENCE ET LA POLITIQUE D'ACTIONNARIAT, mesures anti-OPA

La pratique de la transparence, par l'attaquant potentiel, comme par les actionnaires, constitue peut-être l'une des meilleures mesures de défense anti-OPA.

Ainsi, à la suite de la loi du 31 mars 2006, de nouvelles dispositions du RG AMF (art. 222-22 et s. RG AMF) font obligation aux personnes dont l'AMF a des motifs raisonnables de penser qu'elles préparent une OPA, seules ou de concert, de rendre publiques leurs intentions dans un certain délai (dispositif « *anti-rumeur* », inspiré de la pratique anglaise).

Par ailleurs, on sent venir chez les émetteurs un renouveau d'intérêt pour les mécanismes d'identification des actionnaires (titres au porteur identifiables - TPI, interrogation des intermédiaires inscrits), surtout d'identification permanente des actionnaires (inscription des titres au nominatif).

D'une part, le régime d'identification *ponctuelle* pour les actionnaires non-résidents (art. L. 228-1 C. com.), quoiqu'il impose des obligations de transparence, demeure relativement souple :

- l'identification est facultative pour l'émetteur, qui peut ou non lancer une enquête ;
- l'intermédiaire inscrit y répond dans la mesure des informations dont il dispose.

Ce régime est la contrepartie des facilités accordées par le législateur pour l'exercice, aux assemblées générales, du vote des actionnaires non-résidents par leurs intermédiaires inscrits (*pour mémoire*).

D'autre part, on sent surtout un renouveau d'intérêt pour le régime des titres nominatifs, qui permet l'identification *permanente* des actionnaires. C'est, rappelons-le, le régime pratiqué notamment en Grande-Bretagne, même si très souvent ce sont des *nominees* qui s'inscrivent en compte d'actionnaires. Ce régime, en France, est souple et efficace :

- qu'il s'agisse du titre nominatif pur, dont la tenue de compte est souvent confiée en mandat à des intermédiaires,
- ou du titre nominatif administré, qui offre l'avantage de résulter du choix de l'actionnaire lui-même, qui confie ainsi à un seul banquier la tenue de l'ensemble de son portefeuille d'actions ; ce régime est aujourd'hui très « rôdé », grâce au mécanisme de la double inscription des opérations – ventes, achats, mutations –, dans les comptes de l'intermédiaire et dans le registre de l'émetteur, grâce à la circulation des bordereaux de références nominatives, BRN.

Ce régime offre une grande sécurité, malgré les débats récents sur sa mise en œuvre, notamment les discussions sur la manière de gérer le registre nominatif unique de l'émetteur, essentiellement lorsque l'actionnariat salarié s'est développé dans un groupe aux nombreuses filiales implantées à l'étranger. Il est de plus parfaitement compatible avec le système anglo-saxon du *nominee* :

- soit que celui soit considéré comme actionnaire apparent, avec les risques inhérents,
- soit que celui-ci opte pour une inscription officielle comme « intermédiaire inscrit » chez le teneur de comptes français, émetteur ou intermédiaire.

On sent donc une aspiration croissante des grands émetteurs pour un fonctionnement du nominatif « en temps réel », permettant :

- certes, de déceler rapidement tout mouvement des actionnaires dynamiques,
- mais surtout de connaître la structure de l'actionnariat et de dialoguer avec chacune des catégories d'actionnaires pour les fidéliser, voire renforcer leur présence au capital : le « marketing actionnarial » peut et doit être une nouvelle méthode courante de prévention « positive » des OPA inamicales.
