

H. NADJAR, *Les principes du droit des offres publiques*

Résumé de thèse pour le prix Cyrille BIALKIEWICZ

1. Les principes du droit des offres publiques d'acquisition. Opérations financières controversées, les offres publiques d'acquisitions (« OPA ») semblent *a priori* régies par une réglementation dénuée de cohérence, construite au gré des batailles boursières et des tendances politiques. Apparenté à un assemblage parcellaire de normes techniques, le droit des offres serait en outre contaminé par son intimité avec la matière économique, proximité qui aboutirait à l'affadir. Pourtant, aucune matière ne se réduit à de la pure technique. Toute réglementation exige, pour dépasser le stade d'amas réglementaire, d'être régie par des principes qui la dotent d'une logique interne. La thèse entend démontrer que deux catégories de principes encadrent la réglementation des offres : les principes directeurs d'une part (**I**), et les principes généraux, d'autre part (**II**).

I. Les principes directeurs des offres

2. La qualité de principes directeurs des offres. La première catégorie de principes est celle des principes directeurs. Dotées d'une force de rayonnement considérable, la transparence et la protection des actionnaires minoritaires se révèlent être les axiomes autour desquels la réglementation s'est construite. Leur rayonnement ressort à la fois de la multitude de règles qui y font écho et de leur importance, sans cesse rappelée en jurisprudence. Leur ancrage historique conforte encore leur transcendance. Les principes de transparence et de protection sont ainsi « directeurs » au sens étymologique du terme, en ce qu'ils règnent sur le droit des offres et constituent l'assise de cette réglementation. À l'examen pourtant, l'invocabilité des principes directeurs se révèle être inversement proportionnelle à leur force de rayonnement. Pour pouvoir recevoir application, ces principes doivent être déclinés au sein d'une norme intermédiaire qui en précisera les effets. Malgré cette spécificité, les principes directeurs n'en demeurent pas moins des normes juridiques. Ayant l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») pour premier destinataire, ils constituent les buts assignés à son action. Les principes directeurs encadrent ainsi l'habilitation normative de l'AMF, qui ne peut s'en écarter sans excéder sa compétence.

3. Les fonctions des principes directeurs des offres. Les principes directeurs revêtent en outre une double fonction, de présentation et de construction du droit des offres. Les principes directeurs facilitent d'abord la compréhension de la matière qu'ils régissent. Ils organisent la diversité des dispositions techniques en un tout logique. L'étude de la

réglementation des offres sous le prisme de ses principes directeurs dévoile ainsi les axes majeurs autour desquels cette réglementation a été pensée. L'analyse statique du droit des offres montre que les règles qui constituent l'expression du principe de transparence poursuivent deux finalités. Elles concourent dans un premier temps à anticiper les changements de contrôle puis, dans un second temps, à éclairer le marché vis-à-vis de l'offre déposée. Pour ce faire, la réglementation déploie des modes objectifs et subjectifs de détection des changements de contrôle. Elle garantit ensuite que les informations relatives au contenu de l'offre, comme celles qui permettent d'en évaluer les chances de succès, soient communiquées au public. Le principe de protection s'exprime lui à tous les niveaux de la procédure : les faits générateurs des offres traduisent la volonté de protéger les minoritaires à l'égard des changements de contrôle ou de certaines conséquences susceptibles de découler de l'exercice solitaire du contrôle, tandis que les règles qui régissent le déroulement des offres entament la liberté des initiateurs afin de préserver les intérêts des actionnaires minoritaires. L'analyse dynamique de la réglementation expose quant à elle les transformations qui, au cours du temps, ont affecté la portée des principes directeurs et la teneur des règles qui en constituent l'expression. Elle révèle que les deux principes ont connu une évolution analogue : leur force de rayonnement a continuellement progressé sans jamais faire d'eux des impératifs absolus. L'augmentation de la quantité et de la qualité des informations délivrées a ainsi été contrebalancée par la standardisation progressive de l'information obligatoire. De même, le législateur et les autorités de marché ont toujours cherché à maintenir un équilibre entre la protection des actionnaires et la souplesse nécessaire au maintien de l'attractivité des marchés financiers pour les émetteurs. Pour garantir cet équilibre, les mesures de protection des minoritaires ont été ajustées au fil du temps.

4. Au-delà de cette première fonction de présentation, les principes directeurs revêtent également une fonction de construction du droit qui s'exprime à deux niveaux, jurisprudentiel et législatif. Dans les mains des autorités chargées de l'application du droit, les principes directeurs font figure de raison justificative : sur leur base, l'interprète peut livrer une lecture téléologique des normes qu'il mobilise afin d'en déterminer la portée exacte. Dans les mains des autorités chargées de l'élaboration du droit, les principes se transforment en raison motrice et délivrent une vue de ce que pourrait être la réglementation de demain si les tendances actuelles venaient à se prolonger. La dimension prospective des principes permet alors de proposer des modifications du cadre juridique, afin de remédier à certaines de ses lacunes et à certains de ses excès. Sur le terrain de la transparence, la redéfinition de l'action de concert dans le contexte des offres et un meilleur suivi dans le temps de la répartition du pouvoir au sein des concerts ont été préconisés. Sur le terrain de la protection des minoritaires, les réformes suggérées ont été plus nombreuses, mais ont toujours cherché à renforcer les liens déjà existants entre prise de contrôle et offre obligatoire.

L'affermissement de ces liens pourrait aboutir à la suppression de la tolérance liée à la vitesse d'acquisition des titres, à la révision de certaines dérogations à l'obligation de déposer une offre et à l'introduction d'une nouvelle offre de rachat. La consolidation du rapport entre offre publique et changement de contrôle impliquerait aussi d'écarter la mise en œuvre d'une offre obligatoire lorsqu'aucun changement de contrôle n'a lieu ou que les intérêts des minoritaires ne sont pas en jeu. À ce titre, l'élargissement des hypothèses de non-lieu au dépôt d'une offre apparaîtrait bienvenu. En complément, l'assouplissement du régime des seuils de renonciation à l'offre permettrait de revenir sur une contrainte injustifiée et alignerait la place de Paris avec les principales places européennes.

II. Les principes généraux des offres

5. La qualité de principes généraux des offres. La seconde catégorie de principes est celle des principes généraux des offres. Les principes d'égalité de traitement des actionnaires, de libre jeu des offres et des surenchères, ainsi que de loyauté dans les transactions et la compétition composent cette catégorie, tandis qu'en sont exclus les principes d'intégrité du marché, de respect de l'intérêt social et de sauvetage des sociétés en difficulté. Pourvus d'une grande plasticité, les principes généraux des offres constituent un instrument précieux qui permet aux autorités d'appréhender les comportements déviants qui dépassent les prévisions de la règle écrite. Aptes à saisir l'inattendu, les principes généraux du droit des offres assurent la complétude du système juridique. À la différence des principes directeurs, ils encadrent directement les agissements réalisés dans le contexte d'une offre et constituent à ce titre un véritable microsystème normatif dont les différentes expressions ont été répertoriées.

6. Le principe d'égalité des actionnaires impose d'abord une identité de traitement devant la contrepartie fixée par l'initiateur d'une offre et l'information délivrée au cours de celle-ci. L'égalité devant la contrepartie implique que chaque titulaire d'un titre visé par l'offre puisse bénéficier d'un prix ou d'une parité d'échange identique à celui proposé aux autres détenteurs de titres appartenant à la même catégorie. Le principe n'interdit pas de traiter de façon disparate des titulaires de titres qui appartiennent à des catégories distinctes, à condition toutefois que la distinction n'aboutisse pas à avantager indument une catégorie sur une autre. En présence d'un prix plancher, l'exigence d'égalité se renforce : elle impose d'accorder aux destinataires de l'offre un traitement identique à celui dont ont bénéficié les cédants du contrôle. Autre composante du principe, l'égalité devant l'information produit des effets moins ostensibles. Elle assure à l'ensemble des acteurs présents sur le marché un égal accès aux données relatives à l'offre. L'exigence se confond toutefois très largement avec la réglementation des délits d'initiés et les règles de diffusion de l'information propres

aux offres publiques. Le deuxième principe général des offres est celui de liberté des offres et des surenchères. Il garantit l'effectivité du droit de déposer une offre publique sur toute société et limite à la fois la liberté des sociétés visées par une offre et celle des initiateurs. S'agissant d'abord des mesures de défense susceptibles d'être prises par les sociétés visées, le principe produit peu d'interférences. Il s'oppose seulement aux dispositifs qui constitueraient des obstacles absolus au succès d'une offre. Malgré l'hostilité passée des autorités à l'égard des mesures de défense, l'impératif de libre jeu des offres admet parfaitement qu'une société déploie un dispositif visant à faire échouer une offre déposée sur ses titres. Certains communiqués de l'AMF témoignent néanmoins qu'une méfiance demeure vis-à-vis des mesures qui n'ont vocation à jouer qu'à l'égard d'un initiateur particulier. S'agissant ensuite des initiateurs, le principe assure qu'une réelle concurrence puisse avoir lieu pour l'acquisition du contrôle des sociétés cotées. Si le libre jeu des offres et des surenchères ne s'oppose pas à ce que des avantages soient consentis à un initiateur particulier, il interdit néanmoins les avantages qui rendraient la concurrence impraticable et détermineraient par avance le succès des offres. Enfin, le principe de loyauté joue dans les transactions et la compétition susceptible d'avoir lieu pour l'acquisition du contrôle d'une société cotée. Il prescrit aux initiateurs, sociétés cibles et destinataires des offres d'adopter un comportement prévisible et cohérent. L'étude a néanmoins révélé l'absence d'application systématique des principes généraux, tendance problématique qui, à terme, risque d'instaurer un droit des offres à deux vitesses.

7. Mené dans un second temps, l'examen des principes extérieurs au droit des offres a montré que cette réglementation ne constituait pas un îlot éloigné du reste de la matière juridique, mais se situait sur les rives du droit financier et du droit des sociétés, dont elle reprend les impératifs et les adapte au contexte particulier d'une offre. Principe général du droit des sociétés, le respect de l'intérêt social assure ainsi la bonne gestion de la société au cours de toute son existence et la nécessité d'agir conformément à cet intérêt perdure donc logiquement en période d'offre. Dans ce contexte, l'exigence continue à jouer son rôle traditionnel sans produire de conséquences inédites. Son étude dans le contexte particulier d'une offre publique est néanmoins riche d'enseignements. Parce que cet impératif relève du droit des sociétés, il revient à son juge naturel, le juge judiciaire, de se prononcer sur la conformité à l'intérêt social des actes réalisés pendant le déroulement d'une offre. De même, parce que le respect de l'intérêt social est issu du droit commun des sociétés, ses implications cèdent parfois devant les exigences du droit spécial. Si l'intérêt social peut justifier l'adoption de mesures visant à avantager ou à contrarier l'initiateur d'une offre, il ne saurait pour autant excuser une atteinte au principe de libre jeu des offres et des surenchères. En cas de conflit entre ces deux principes, la priorité est donnée au second. En période d'offre, la boussole de l'intérêt social s'efface derrière le compas du libre jeu. Enfin, la découverte d'un principe embryonnaire de sauvetage des sociétés en difficulté a révélé que l'AMF n'était pas

insensible aux enjeux qui dépassent ceux de la réglementation qu'elle est chargée d'appliquer, même lorsque cela implique d'apporter des aménagements inédits à son Règlement général. Plusieurs décisions montrent en effet que la volonté de ne pas faire obstacle aux restructurations des sociétés cotées conduit à assouplir les règles qui régissent le déclenchement des offres comme celles qui en organisent le déroulement. Cet impératif de sauvetage des entreprises en difficultés gagnerait à être hissé au rang de principe général du droit des offres. Sa reconnaissance permettrait de mieux identifier les critères qui conditionnent sa mise en œuvre, d'appréhender plus clairement les hypothèses où il est susceptible de jouer et d'éclairer ainsi les zones d'ombre que laissent derrière elles les décisions rapportées.

8. Les règles d'application communes aux principes généraux des offres. Une fois les principes généraux identifiés, l'étude s'est attachée à extraire les règles partagées par chacun d'eux. Inédite, cette approche collective des principes a mis en évidence leur unité. Chargés d'assurer le bon déroulement des offres, les principes généraux sont tous dotés d'un champ d'application particulièrement étendu. Plus vaste que celui attribué par le Règlement général, le champ d'application des principes leur permet d'appréhender des actes qui, par la qualité de leur auteur, leur matérialité ou leur temporalité, échapperaient aux prises des dispositions réglementaires. De la même façon, les critères choisis pour vérifier la conformité des actes aux principes s'avèrent partagés par l'ensemble des principes généraux et suffisamment élastiques pour saisir aussi bien les entorses directes et actuelles, que celles détournées ou potentielles. L'unité des principes généraux se reflète également dans la valeur juridique qui leur est attribuée. S'ils appartiennent à l'ordre public économique, les principes s'articulent mal avec la conception traditionnelle de la hiérarchie des normes, leur rang étant susceptible de varier selon la volonté de l'autorité qui les mobilise. Des règles d'applications communes aux différents principes se retrouvent encore au niveau des sanctions assorties à leur violation.

Dans tous ces domaines, l'étude n'a jamais caché les incertitudes et incohérences qui entourent parfois le jeu des principes. Plusieurs retouches du cadre juridique des offres ont donc été recommandées. Les malfaçons dénoncées ne doivent cependant pas peser trop lourdement sur l'intérêt de recourir aux principes du droit des offres, dont la jeunesse excuse encore le manque de maturité. Il faut seulement souhaiter que la recherche menée incite, dans le futur, à faire un usage plus réfléchi des principes.