

Droit de la régulation bancaire et financière

Cours magistral du semestre de printemps 2020

Marie-Anne Frison-Roche

Professeur des Universités, Sciences Po (Paris)

mafr@mafr.fr

www.mafr.fr

Leçon n°5

LA RÉGULATION DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS OUVERTES

Mercredi 11 mars 2020

Réflexion plus générale sur le Droit des sociétés et sur les « pouvoirs sociétaires » : pourquoi exercer le contrôle sociétaire :

- Parce qu'on est propriétaire (« Loi du capital »)
- Parce qu'on le veut (« Loi des volontés »)
- Parce qu'on veut faire quelque chose (« Loi des intentions », « projet », « raison d'être »)

Transparaît sur les « prises de contrôle dans les sociétés ouvertes » : Pourquoi vouloir le contrôle d'une société ?

- On veut prendre le contrôle d'une société pour accéder au pouvoir sociétaire
- On veut exercer le pouvoir (capital). Avec qui ? (volonté). Pourquoi faire (intentions).
- Dans une société fermée, il faut le seul consentement (volonté)
- Dans une société ouverte par la cotation, celui qui veut le contrôle s'adresse au marché : le marché boursier. Il faudra respecter plus de règles.

Présomption de la « pertinence » de son intention

- **Présomption économique et financière :**

La prise de contrôle serait toujours une « bonne chose » car elle signale une sous-valorisation des titres par rapport à la potentialité de l'entreprise dont la personne morale sociétaire est l'expression

- Donc l'entreprise sera « mise en valeur » par la prise de contrôle
- Favorable aux prises de contrôle, la société est « ouverte » ; le pouvoir est toujours disponible
- **Présomption juridique de principe** parce que la société est « ouverte »
 - Libre négociabilité des titres : c'est la définition de la société « cotée »
 - Liquidité du marché financier (cf. retrait obligatoire)

Mais

Suppose que la finalité soit toujours économique. Mais cela n'est pas vrai ? Si cela était « mauvais » pour l'entreprise : légitimité des **défenses**. Directive 2004 *Transparence* (consolidée en 2013) Cultures nationales

- **Or, la finalité peut être**

Juridiquement, qu'est-ce qu'une offre publique ?

1. C'est une offre qui rencontre des acceptations : contrat

- Application du Code civil
- Origine historique
- Non-besoin d'une « autorisation » pour agir
- Possibilité de faire des contre-offre ? Oui
- Possibilité de faire des alliances ? Oui (concert) Tant que cela n'est pas interdit ; tant que cela n'est pas secret : loi générale de la transparence du marché boursier
- Possibilité de faire des « accords » ? (entente – pacte – concert)

2. C'est une rencontre de volontés qui est « maquettée » par le Législateur et l'Autorité de marché

- Offre publique d'Achat (OPA)
- Offre publique d'Échange (OPE)
- Achat de blocs structurants

Juridiquement, qu'est-ce qu'une offre publique ?

3. C'est un contrat qui est « procéduralisé » par des règles qui ont pour but : de veiller aux intérêts en cause et à l'intérêt des marchés financiers (via le marché boursier)

- Détermination des principes du marché boursier : transparence ; liquidité ; loyauté

4. C'est une rencontre de l'offre et de la demande qui est gouvernée par le Régulateur qui veille au respect de ces intérêts divers

- Qui « tient » l'offre publique ?
 - L'offreur ?
 - La société-cible ?
 - Les titulaires de titre ?
 - Un tiers (chevalier blanc) ?
 - Le Régulateur ?
 - Le juge du contrôle

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

II. LE RÔLE DU RÉGULATEUR DANS LES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

A. DIRE QU'ON VA LE FAIRE

B. DIRE AVEC QUI ON VA LE FAIRE

C. OFFRIR À TOUT ACTIONNAIRE UNE CONTREPARTIE

- Vouloir prendre le pouvoir est une :
 - Mauvaise nouvelle pour
 - Les dirigeants en place
 - La société, parfois
 - Bonne nouvelle pour les titulaires de titres de la société
- Il faut donc le savoir
- Gestion de l'égalité de l'absence d'information (inaction contrainte des insiders. Cf. abus de marché)
- Information du marché de l'intention d'acquérir le pouvoir

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

A. DIRE QU'ON VA LE FAIRE

1. L'importance de l'information de l'intention d'un tiers de prendre le contrôle d'une société devenue « cible »

- Déclaration d'un « franchissement de seuil »
 - But de l'obligation de déclarer ?
 - Révélation d'une perspective de profit financier (apport des titres)
 - Révélation d'un risque politique (prise de pouvoir)
 - Ambivalence de l'information et contradiction de 3 intérêts (offreur, actionnaire, cible)
- Explique les règles techniques
- Information du marché de l'intention d'acheter le capital afin de prendre le contrôle (pas de prise de contrôle « rampante »)

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

A. DIRE QU'ON VA LE FAIRE

1. L'importance de l'information de l'intention d'un tiers de prendre le contrôle d'une société devenue « cible »

La ratio legis justifie les règles techniques et leur **interprétation**

Conséquence de la déclaration :

- Révélation des intentions aux investisseurs qui vont rendre plus coûteuse l'opération et déclaration la résistance de la cible
- **Obligation de faire une OPA** à partir d'un seuil qui signifie
→ déjà un pouvoir acquis : 30%
Tendance à ne pas déclarer les franchissements de seuil

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

A. DIRE QU'ON VA LE FAIRE

2. Le régime juridique du « franchissement de seuil » dans une société ouverte

La *ratio legis* justifie les règles techniques et leur **interprétation**

➔ « Privation automatique des droits de vote » pour celui qui a fait une OPA/OPE sans déclarer

- Mais n'est-ce pas une « sanction automatique »
- Problème de constitutionnalité ?
- QPC
- Cons. Constit., 28 février 2014, *Société Madag*

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

A. DIRE QU'ON VA LE FAIRE

2. Le régime juridique du « franchissement de seuil » dans une société ouverte

Com. 17 décembre 2013, *Société Madag* :

« **il ne peut être exclu** que la privation des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification **soit regardée comme une sanction ayant le caractère d'une punition** et que, **eu égard à son caractère automatique**, elle apparaisse **incompatible avec les exigences découlant du principe de nécessité des peines**, lequel implique qu'une sanction ayant ce caractère ne puisse être appliquée que si l'autorité compétente la prononce expressément **en tenant compte des circonstances propres à chaque espèce**».

Cons. Cons., QPC, 28 février 2014, *Société Madag* :

va répondre rapidement sur la privation du pouvoir comme « sanction automatique », légitime car de courte durée.., et va répondre longuement sur la légitimité de la privation du pouvoir au regard du **droit de propriété**

7. Considérant que la suspension temporaire des droits de vote instituée par les dispositions contestées est constatée par le **bureau de l'assemblée générale** de la société intéressée ; que **ses effets sont limités aux rapports entre les actionnaires et la société** ; que cette suspension, qui consiste à priver de certains de ses effets, **pendant une durée limitée**, une augmentation non déclarée de la participation d'un actionnaire, permet à la société, pendant ce délai, de tirer les conséquences de cette situation ; que cette privation temporaire des droits de vote **ne constitue pas une sanction** ayant le caractère d'une punition ; que, par suite, le grief tiré de la méconnaissance de l'article 8 de la Déclaration de 1789 est inopérant ; (sur la propriété) : 9. Considérant que **la suspension des droits de vote instituée par les dispositions contestées a pour objet de faire obstacle aux prises de participation occultes** dans les sociétés cotées **afin de renforcer, d'une part, le respect des règles assurant la loyauté dans les relations entre la société et ses membres, ainsi qu'entre ses membres et, d'autre part, la transparence des marchés** ; qu'ainsi, ces dispositions poursuivent un **but d'intérêt général** ;
- 10. Considérant que l'actionnaire détenteur des actions soumises aux dispositions contestées en demeure le **seul propriétaire** ; qu'il conserve notamment son **droit au partage** des bénéfices sociaux et, éventuellement, les droits qui naîtraient pour lui de l'émission de bons de souscription d'actions ou de la liquidation de la société ; qu'il peut **librement céder ces actions** sans que cette cession ait pour effet de transférer au cessionnaire la suspension temporaire des droits de vote ; que la privation des droits de vote **cesse deux ans** après la régularisation par l'actionnaire de sa déclaration ; qu'elle **ne porte que sur la fraction des actions détenues par l'actionnaire intéressé qui dépasse le seuil non déclaré** ; que **l'actionnaire dispose d'un recours juridictionnel** pour contester la décision le privant de ses droits de vote ;
 - 11. Considérant qu'il résulte de ce qui précède que, d'une part, les **atteintes au droit de propriété** qui peuvent résulter de l'application des dispositions contestées n'entraînent pas de privation de propriété au sens de l'article 17 de la Déclaration de 1789 ; que, d'autre part, compte tenu de l'encadrement dans le temps et de la portée limitée de cette privation des droits de vote, l'atteinte à l'exercice du droit de propriété de l'actionnaire qui résulte des dispositions contestées **ne revêt pas un caractère disproportionné** au regard du but poursuivi ; que, par suite, les griefs tirés de l'atteinte au droit de propriété doivent être écartés ;

Déclaration de conformité à la Constitution.

Le but explique les règles techniques

- **Qui fixe les seuils de déclaration ?**
- La loi : car il s'agit de protéger le marché, qui doit savoir que le titre vaut plus cher puisque de « titre financier » il est valorisé comme « titre de contrôle »
- Mais aussi la société-cible car cela est un danger pour elle
- Licéité des clauses statutaires de déclaration de franchissement de seuil, qui présument une hostilité

**I. LE PRINCIPE DES PRISES DE
CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS
COTÉES : LES OFFRES
« PUBLIQUES »**

A. DIRE QU'ON VA LE FAIRE

**2. Le régime juridique du
« franchissement de seuil » dans
une société ouverte**

Le but explique les règles techniques

- **Qui doit-on informer du franchissement ?**
- Le marché est informé par le soin du Régulateur (centralisateur d'information)

Mais aussi

- L'initiateur doit informer ses propres actionnaires des franchissements de seuils : article L.233-6 du **Code de commerce** :

Porosité entre Droit des sociétés et droit des marchés financiers.

Ici, souci de l'intérêt des actionnaires de l'initiateur et non pas de la cible

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

A. DIRE QU'ON VA LE FAIRE

2. Le régime juridique du « franchissement de seuil » dans une société ouverte

- Le fait « d’agir en concert » permet d’exercer une « puissance » sans que cela se voit
 - Analogie avec l’entente en Droit de la concurrence
 - Même effet destructeur dans le marché des pouvoirs
 - Régulation par l’information
- Le Droit veut réguler cette puissance lorsqu’elle correspond à une intention de maîtrise, de « contrôle »,
 - lorsqu’un seuil est franchi «en concert »,
 - Lorsqu’une prise de contrôle est menée « en concert »,
 - Lorsqu’une défense est organisée « en concert »

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

B. DIRE AVEC QUI ON VA LE FAIRE

1. Pourquoi révéler le fait d’agir « en concert » ?

- Éviter les pouvoirs exercés d'une façon masquée dans la société ouverte (**transparence** de la « »)
= **défi gouvernancement politique de l'action de concert**
- Éviter les prises de contrôle rampantes d'une société ouverte
= **définition financière et politique de l'action de concert**

Ces deux aspects de la *ratio legis* vont expliquer l'évolution de la définition de l'« action de concert »

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉS : LES OFFRES « PUBLIQUES »

B. DIRE AVEC QUI ON VA LE FAIRE

2. Enjeux de l'action de concert

- Le « concert » est une « action »
 - Le concert est donc un fait
 - Le concert est une situation factuelle
 - La situation peut être le résultat d'une société (société en participation ; holding), d'un contrat (convention de vote), ou d'un fait
- Les sociétés ou les contrats sont des actes mais aussi des faits juridiques
- L'action de concert est un « accord » entre deux personnes
 - Emprunt au Droit de la concurrence : « actions concertées »
 - Non-nécessité d'un accord exprès : le comportement convergent vaut accord tacite

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

B. DIRE AVEC QUI ON VA LE FAIRE

3. Définition de l'action de concert

- L'action de concert est un « accord » entre deux personnes ou davantage
- L'essentiel est une « politique commune »
- L'essentiel est dans les mots
- Caractère « commun »
- Idée d'une « politique » :
- **Deux interprétations possibles :**
- **Soit 1.** Politique pour mener une politique dans la société
- **Soit 2.** Politique pour acquérir le pouvoir dans la société
- **Enjeu du choix de la définition**
- Si l'on ne retient que la première définition, pas d'OPA obligatoire si l'action de concert ne vise qu'à prendre le pouvoir et **non pas** l'exercer

I. LE PRINCIPE DES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES : LES OFFRES « PUBLIQUES »

B. DIRE AVEC QUI ON VA LE FAIRE

3. Définition de l'action de concert

La construction du droit par des **cas**, qui sont repris par des textes, lesquels n'épuisent pas les cas (caractéristique d'un « droit réglementaire »).

Porte d'abord sur la question des **intentions** : le cas *Gecina* (2000), *Loi de régulation bancaire et financière* (2010) qui reprend la solution

Porte ensuite sur la question des **volontés** : le cas *Sacyr /Eiffage* (2008)

- La société Gecina a deux actionnaires minoritaires.
 - Ils font une « convention de vote » avec un tiers – une **banque** - donnant à celui-ci la puissance nécessaire pour lui donner le contrôle
 - Aucun objectif entre les trois pour exercer une « politique commune » au sein de la société
 - Enjeu : OPA obligatoire ou non ?
 - **Com., 27 octobre 2000, Gecina**
 - Caractère « **commun** » suffit.
- repris ensuite dans les textes.

La construction du droit par des **cas**, qui sont repris par des textes, lesquels n'épuisent pas les cas (caractéristique d'un « droit réglementaire »).

Bataille Sacyr/Eiffage :

- Sanction par l'AMF le 26 juin 2007 pour n'avoir pas déclaré un franchissement de seuil par des actionnaires unis par une convention de vote
- Contestation par Sacyr et deux autres actionnaires de la **preuve** d'une volonté contraignant les deux partenaire vers la prise de contrôle, alors que ce but n'était pas commun mais propre à Sacyr, interdisant l'addition des votes
- **Com., 15 mai 2012, Sacyr** . Faisceaux d'indices suffisant, le caractère contraignant n'étant pas un objet de preuve requis. Pas de parallélisme mais « démarche collective concertée » même si ce n'est que pour prendre le pouvoir
- **Com., 22 nov. 2016,**



**II. LE RÔLE DU RÉGULATEUR
DANS LES PRISES DE
CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS
COTÉES**

**A. VEILLER À L'ÉQUILIBRE
ENTRE LES INTÉRÊTS**

**1. Obliger l'acquisition de la totalité
du capital social par l'offreur**

**La régulation, concordance de force
entre le fait et le droit**

AMF, com. Sanction., 23 juin 2013,
LVMH, Hermès

Motivation de la sanction :
« intention » de l'acquéreur des
titres financiers dérivés

Charge de preuve et présomption

Le droit de la répression, instrument
de la Régulation ordinaire des
opérations de marché
Accru si on est sur le marché
boursier

II. LE RÔLE DU RÉGULATEUR DANS LES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES

A. VEILLER À L'ÉQUILIBRE ENTRE LES INTÉRÊTS

2. Lutte contre les prises de contrôle rampantes

- La meilleure défense, c'est l'information
- Directive « Transparence »
- Rapport Winter : légitimité relative des défenses anti-OPA
- Validité des clauses
- Validité du « chevalier blanc »

II. LE RÔLE DU RÉGULATEUR DANS LES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES

A. VEILLER À L'ÉQUILIBRE ENTRE LES INTÉRÊTS

3. Permettre à la société-cible de se défendre : la légitimité des défenses anti-prise de contrôle

- L'admission d'une offre par le Régulateur conditionnée par le contrôle du caractère acceptable du prix
- Détermination d'une fourchette de prix « acceptable » par la méthode « multicritères »
- Non-nécessité de ce contrôle car le prix n'a pas besoin d'être « acceptable » : a posteriori, s'il n'est pas « acceptable, il ne sera pas accepté : l'offre publique n'est jamais « obligatoire » pour l'actionnaire
- Le contrôle des montants proposés n'a de sens que pour le « retrait obligatoire » pour lequel le titulaire du titre n'a pas de choix (expropriation)

II. LE RÔLE DU RÉGULATEUR DANS LES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES

B. L'ABSENCE DE CONTRÔLE DE L'ÉQUITÉ DU PRIX PROPOSÉ

1. Le contrôle antérieur à 2006 du caractère « acceptable » du prix proposé

- La Directive de 2004 (version 2013) supprime ce contrôle du caractère acceptable
- Le Droit français aurait-il pu le maintenir ?
- Technique de « transposition négative » des directives ...
- Transposition libérale d'une Directive libérale
- Le Régulateur financier contrôlait le caractère « acceptable » de l'offre
- Loi du 31 mars 2006 : adoption de la conception plus libérale et « classique » : le Régulateur ne contrôle pas « l'équité du prix »
- Cela signifie-t-il qu'il n'y a plus de contrôle ?
- Différence majeure avec le « retrait obligatoire » où il y a contrôle du « prix équitable » car c'est une indemnité pour expropriation

II. LE RÔLE DU RÉGULATEUR DANS LES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES

B. L'ABSENCE DE CONTRÔLE DE L'ÉQUITÉ DU PRIX PROPOSÉ

2. L'évolution libérale du Droit de l'Union européenne

Le Règlement général de l'AMF

- Le Régulateur en charge du « déroulement ordonné des offres publiques »
- Le Régulateur en charge de la protection des intérêts des investisseurs et du marché
- Le Régulateur en charge du libre jeu des offres et des surenchères
- Le Régulateur en charge de l'égalité des compétiteurs
- Le Régulateur en charge de la loyauté des comportements

II. LE RÔLE DU RÉGULATEUR DANS LES PRISES DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS COTÉES

C. L'EXIGENCE D'UN « DÉROULEMENT ORDONNÉ »

1. La puissance générale et téléologique du Régulateur financier

Règlement général de l'AMF

Titre III : Des offres publiques d'acquisition

Principes généraux

Article 231-3 : « En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition. ».

L'AMF continue à ce titre de contrôler le caractère équitable de l'offre.

L'AMF peut demander à chacun de se « conformer » (**article 231-20 RGAMF**) aux normes, pour un « déroulement ordonné ».

Par exemple, **demander à modifier l'offre.**

Nature d'une telle demande ? **Paris, 24 juin 1991, Galeries Lafayette:** simple acte administratif, sans contradictoire

Encore soutenable ? : **C.E., 21 mars 2016, Fairvesta** : de tels comportements « souples » sont de plus en plus contrôlés

La note d'information est librement établie mais très détaillée par le RGAMF (**article 231-18 RGAMF**)

La note « en réponse » idem.

Quelle est la **nature d'un tel échange** « face au marché » ?

Analogie avec la concentration (qui est un affrontement)

Cas: *Altice / SFR* (AMF, 5 octobre 2016 ; Paris, 15 mars 2017)

Décision d'irrecevabilité de l'OPE prononcée par l'AMF par décision du 5 octobre 2016.

Rachat par une opération hors marché de 5% le 14 octobre 2016.

Motif :

- Prix non équitable car
- Manque d'information sur la convention de rémunération entre la société-mère et la filiale

= protection des minoritaires de SFR justifie l'irrecevabilité de l'offre

Paris, 15 mars 2017 : opère le lien entre l'information du marché et contrôle du prix ou de la valeur d'échange proposé :

Approuve le visa de **l'article 621-8-1 du Code monétaire et financier** :

- I. – Pour délivrer le visa mentionné à l'article L.621-8, l'Autorité des marchés financiers vérifie si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes. ...

II. – ...

- L'Autorité des marchés financiers peut interdire l'opération :

- 1° Lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'une émission ou une cession est contraire aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables ;

....

•« les objectifs et intentions de l’initiateur font état d’un projet de contrat de rémunération dont la mise en œuvre et les modalités demeurent imprécises, dont l’impact serait négatif et potentiellement significatif sur la détermination des fourchettes de parités et devrait être pris en compte par les actionnaires dans leur analyse de l’offre. Dans le même temps, la parité de 1,60x proposée dans le présent projet d’offre se situe au point le plus bas des fourchettes de parité retenues par l’expert, qui n’a pas pu intégrer l’effet de ce contrat de rémunération dans ses travaux et dans sa conclusion sur l’équité du projet d’offre. Ces circonstances ne permettent pas, dès lors, de considérer que **l’information destinées aux actionnaires minoritaires, notamment sur la justification de la parité d’échange retenue**, soit complète, compréhensible et cohérente au sens des dispositions de l’article L.621-8 du code monétaire et financier ».

- La Régulation sur les marchés boursiers s'étend de plus en plus : sur les structures, les produits, les comportements des professionnels, mais aussi sur les positions et comportements de pouvoirs au sein des entreprises « exposées » au marché et sur les prises de pouvoirs via le marché boursier sans que le contrôle de l'équité des prix proposés cesse (tandis que l'Etat-actionnaire n'existe quasiment plus) :
 - l'Économie n'est plus « administrée », mais les Régulateurs publics sont de plus en plus puissants.
- Vis-à-vis des pouvoirs, la Régulation « se contente » de maintenir des équilibres qu'elle n'a pas créés
- Régulation externe et Gouvernance des sociétés se rapprochent
- Pénétration de la Régulation dans les entreprises :
 - Par la Supervision avec violence : transparence, remplacement de ceux qui gouvernent
 - Par la Gouvernance avec beaucoup moins de violence : mise en place de procédure de dialogues internes et primauté des volontés en place
 - Par la *Compliance* . Prochaine leçon.