

La protection de l'offrant dans les offres publiques d'acquisition

La sécurité juridique à l'épreuve
de la pratique

Marie Jenny

TABLE DES MATIÈRES

Introduction générale	9-21
I. Présentation du sujet	9
II. Cadre de l'analyse	14
A. Généralités	14
B. L'incidence d'un actionnariat dispersé sur la gouvernance de l'entreprise	17
C. L'effet modérateur du marché des prises de contrôle	18
III. Plan de notre étude	20

Chapitre 1

LE RÔLE DE L'OFFRANT DANS LE FONCTIONNEMENT RÉGULIER DU MARCHÉ DES OPA

I. Introduction	23
II. Les principes de la neutralité économique et de l'égalité des armes	24
A. Fondements et portée théoriques	24
1. Protection de la liberté de choix des destinataires de l'offre	24
2. Droit de révocation des actionnaires et protection de la concurrence entre offrants	29
3. Une solution de compromis	31
4. Devoir du conseil d'administration de la société visée de favoriser les enchères ?	34
B. Evolution de la pratique des autorités de surveillance : vers un contrôle de l'opportunité de l'offre ?	37
III. Réforme réglementaire de 2009	42
A. Tournant réglementaire	42
1. Développement des règles de procédure	42
2. Droit d'intervention de l'actionnaire qualifié	45
3. Développement des sanctions administratives et pénales	48
B. Conséquences de la réforme de 2009 sur le marché des OPA	51
1. Progression des stratégies destinées à éluder les contraintes réglementaires	51
2. Exemples récents	54

a. Transaction <i>Venetos Holding AG / Schmolz + Bickenbach AG</i>	54
b. Transaction <i>Tiwel Holding AG / Sulzer AG</i>	56
IV. Evolution quantitative du marché des prises de contrôle	56
V. L'offrant et l'influence controversée des fonds spéculatifs	61
A. Critique d'une approche hostile	61
B. L'influence des fonds spéculatifs dans la gouvernance des entreprises	64
C. Une influence controversée	66
D. Appréciation critique	69
VI. Synthèse	71

Chapitre 2

L'OFFRE SUBORDONNÉE À DES CONDITIONS 73-155

I. Introduction	73
II. Les conditions autorisées	74
A. Fondements juridiques et typologie	74
B. Exigences communes à toutes les conditions de l'offre	76
1. La condition répond à un intérêt justifié de l'offrant	76
2. Les conditions potestatives sont exclues	77
3. Le libellé des conditions est clair	78
4. Les conditions déloyales sont exclues	81
C. Conditions en suspens jusqu'à l'exécution de l'offre	82
D. Conditions d'une offre obligatoire	84
1. Exigence de justes motifs	84
2. Casuistique	85
a. Conditions relevant du droit de la concurrence	85
b. Conditions tendant à l'exercice effectif des droits de vote	89
c. Condition tendant à la protection de la valeur économique de la société	89
3. Conditions exclues dans l'offre obligatoire	91
E. Pratique des autorités de surveillance des OPA relative aux conditions d'une offre volontaire	93
1. Risques à assumer respectivement par l'offrant et par les destinataires de l'offre	93
2. Importance du critère de l'"intérêt justifié" de l'offrant	94
3. Importance de la neutralité du droit des OPA	96
4. Evolution souhaitable dans la pratique en matière d'offres conditionnelles	97

III. Typologie et analyse critique	100
A. Conditions tendant à la prise de contrôle de la société visée	101
1. Casuistique générale	101
2. Conditions tendant à l'obtention d'un pourcentage minimum d'acceptations	103
a. Pratique actuelle	103
b. Appel à l'admission de seuils d'acceptations plus élevés	106
3. Conditions tendant à l'exercice effectif des droits de vote	110
a. Clauses restrictives dans les statuts de la société visée	110
b. Situation réglementaire et réflexion critique	111
4. Conditions tendant au contrôle du conseil d'administration de la société visée	114
a. Introduction	114
b. Appel à une pratique plus claire	116
B. Conditions tendant à la bonne exécution de l'offre	118
1. Casuistique générale	118
2. Autorisations à obtenir des autorités et protection contre un veto des autorités	120
3. Disponibilité et cotation des titres offerts en échange	127
4. Approbation à obtenir de l'assemblée générale de l'offrant	129
5. Succès d'une offre parallèle (conditions croisées)	129
C. Conditions tendant à prévenir une perte de valeur de la société visée	131
1. Casuistique générale	131
2. Clauses de réserve de risques spécifiques (" <i>Material Adverse Change</i> ")	133
a. Restrictions imposées par la pratique	133
b. Appel à une pratique moins restrictive	136
c. Durée du suspens et appel à une harmonisation	138
3. Conditions tendant à prévenir des mesures de défense de la société visée	141
a. Pratique actuelle	141
b. Appel à une pratique moins restrictive	144
c. Durée du suspens	146
IV. Les conditions exclues	147
A. Casuistique	147
1. Condition tendant à une <i>due diligence</i> de la société visée	147
2. Condition tendant à contraindre le conseil d'administration de la société visée à inscrire l'offrant au registre des actions	147

3. Condition tendant à protéger l'offrant contre une modification du prix de l'offre	148
4. Condition tendant à empêcher l'aliénation d'actions propres ou la violation de la règle du meilleur prix (<i>Best Price Rule</i>)	149
5. Condition tendant à empêcher des mesures de défense illicites	151
6. Condition tendant à protéger l'offrant contre une extension du cercle des destinataires de l'offre	152
7. Condition tendant à protéger l'offrant contre l'invalidation d'autres conditions énoncées dans l'offre	152
B. Conséquences de l'invalidation d'une condition exclue	153
V. Synthèse	154

Chapitre 3

L'ACCÈS DE L'OFFRANT AUX INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ VISÉE

157-228

I. Introduction	157
II. Intérêt de l'offrant à accéder aux informations concernant la société visée	158
A. Problème de l'asymétrie de l'information	158
1. Théorie de l'efficacité des marchés : principe et limites	158
2. Degré d'information suboptimal	160
B. Importance et fonctions d'une <i>due diligence</i>	162
III. Accès de l'offrant aux informations concernant la société visée	164
A. Absence de droit de conduire une <i>due diligence</i> sur la société visée	164
B. Dilemme de l'offrant potentiel : Charybde ou Scylla?	168
C. Accès aux informations et principe d'égalité de traitement	170
1. Postulat d'égalité des armes entre offrants	170
2. Pratique des autorités de surveillance des OPA en matière d'accès à l'information	172
a. Position de l'offrant initial	172
b. Position de l'offrant concurrent	174
3. Critiques d'une pratique inopportune	175
a. Inégalité de traitement au préjudice de l'offrant concurrent	175
b. Décalage temporel inapproprié dans la possibilité de conduire une <i>due diligence</i>	176

4.	Effets de la pratique en matière d'offres concurrentes	179
a.	Protection (théorique) contre des offres concurrentes	179
b.	Inertie (pratique) en matière de prises de contrôle hostiles	180
D.	Nécessité de rétablir l'égalité des chances entre offrants	182
E.	Renforcement de la protection de l'offrant concurrent potentiel ?	184
1.	Extension du droit de conduire une <i>due diligence</i> ?	184
2.	Difficultés d'un contrôle des intentions de l'offrant concurrent potentiel	185
3.	Conclusion d'un accord de confidentialité	189
4.	Application par analogie des règles sur l'offre potentielle (art. 53 OOPA) ?	190
F.	Egalité de traitement au sens matériel	193
G.	Dérogations au principe d'égalité de traitement	194
IV.	Admissibilité d'une offre conditionnelle, subordonnée à l'autorisation de procéder à une <i>due diligence</i> de la société visée	198
A.	Pratique actuelle	198
B.	Critiques d'une pratique défavorable à l'offrant	199
1.	Effet inhibiteur sur le marché des prises de contrôle	199
2.	Devoir de diligence du conseil d'administration	201
3.	Pas de mesure de défense illicite	202
4.	Pratique obsolète et inopportune	204
5.	Protection excessive du conseil d'administration de la société visée	205
C.	Nécessité de renforcer la protection de l'offrant en matière d'accès aux informations de la société visée	207
1.	Absence de moyens efficaces d'imposer une <i>due diligence</i> en cas de refus de la société visée	207
a.	Efficacité limitée de la mise sous pression de la société visée par un recours public aux actionnaires	207
b.	Portée restreinte d'une augmentation conditionnelle du prix, subordonnée à une <i>due diligence</i>	209
2.	Suppression de la possibilité d'une réduction du prix de l'offre par suite d'une <i>due diligence</i>	212
3.	Besoin de contrebalancer la position renforcée de l'actionnaire dans la procédure d'offre	213
D.	Admission et modalités d'une condition portant sur la conduite d'une <i>due diligence</i> de la société visée	214
1.	Proposition principale	214

a.	Condition tendant à une <i>due diligence</i> de la société visée	214
b.	Libellé de cette condition	216
c.	Mise en œuvre de cette condition	219
2.	Propositions subsidiaires	221
a.	Questionnaire soumis à la société visée	221
b.	<i>Due diligence</i> subordonnée à une prime	222
c.	Accès aux informations visées par une clause RRS	224
V.	Synthèse	226

Chapitre 4

LA PROTECTION DE L'OFFRANT DANS LA FIXATION DU PRIX DE L'OFFRE

229-319

I.	Introduction	229
II.	La liberté dans la fixation du prix de l'offre et ses restrictions	231
A.	En général	231
B.	Le prix minimum de l'offre	234
C.	L'offre visant plusieurs catégories de titres de participation	238
D.	La règle du meilleur prix (<i>Best Price Rule</i>)	239
III.	Accroissement de l'insécurité juridique	244
A.	L'évolution restrictive de la législation et de la réglementation	244
1.	En général	244
2.	Suppression de la prime de contrôle	244
3.	Restrictions particulières aux offres d'échange	247
B.	Le droit d'intervention des actionnaires qualifiés : ouverture de la boîte de Pandore?	249
1.	Effets pernicioeux du droit d'intervention	249
2.	Casuistique	251
a.	Affaire <i>MMA VIE SA / Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA</i>	251
b.	Affaire <i>Aquamit B.V. / Quadrant AG</i>	255
3.	Nécessité d'améliorer la protection de l'offrant	257
IV.	Protection de l'offrant contre le risque d'une modification imposée du prix de l'offre dans une offre publiée	260
A.	Protection de l'offrant par une condition relative au prix de l'offre	260
1.	Pratique de la COPA	260
2.	Opinions doctrinales	263
3.	Effets d'une approche indûment restrictive	266

4. Critique des opinions doctrinales défavorables à la condition	267
a. Illiquidité des titres en cas d'offre amicale	268
b. Illiquidité des titres en cas d'offre hostile	272
c. Prestations accessoires importantes	275
d. Action concertée	277
e. Synthèse intermédiaire	277
5. Effets de la condition sur le droit d'intervention des actionnaires qualifiés	279
6. Validité de la condition dans le temps	281
7. Offres atypiques ou particulièrement complexes	282
8. Protection contre l'obligation de proposer une alternative en espèces	283
a. Approche défavorable de la pratique	283
b. Appel à l'admission d'une condition protégeant l'offrant contre l'obligation de proposer une alternative en espèces	286
9. Relation entre la condition et un examen préalable de la COPA	286
B. L'offrant doit être protégé dans sa bonne foi	288
1. Protection de la bonne foi en droit administratif	288
2. Portée de l'examen préalable sous l'aspect de la bonne foi	289
C. Suspension de l'effet contraignant de l'offre	292
1. Risques excessifs imposés à l'offrant	292
2. Règles de procédure inadaptées	294
3. Nécessité d'une réforme	298
4. Concilier la célérité et l'équité de la procédure	299
5. Possibilités de réforme	301
a. Réforme dans l'organisation intérieure du TAF	302
b. La création d'un "Tribunal fédéral des OPA"?	304
c. La suppression du recours à la FINMA?	304
D. Réforme du droit d'intervention des actionnaires qualifiés ?	305
1. Intérêts en présence	305
2. Inégalité de traitement entre actionnaires	307
3. Possibilités de réforme	310
a. Suppression du droit d'intervention	311
b. Remplacement du droit d'intervention par une procédure de participation	313
c. Hausse du seuil légal	314

E. Protection de l'offrant par le droit des obligations?	314
1. Théorie de l'imprévision	314
2. Théorie de l'erreur essentielle	317
V. Synthèse	318

Chapitre 5

L'OFFRANT FACE AUX RISQUES D'UNE ACTION CONCERTÉE	321-390
I. Introduction	321
II. Les risques contre lesquels l'offrant a intérêt à se protéger	322
A. En matière de publicité des participations	322
1. Rapports avec la présente étude	322
a. En général	322
b. Constitution d'une participation dans la société visée préalable à une OPA	323
2. Consolidation des participations des membres du groupe	326
3. Application du privilège de groupe	328
4. Effets d'une violation de l'obligation de déclarer	329
B. En matière d'offre obligatoire	330
1. Obligation de présenter une offre sur la société visée	330
2. Respect des limitations matérielles en matière d'offre obligatoire	331
3. Effets d'une violation de l'obligation de présenter une offre	331
C. En matière d'OPA en général	332
1. Imputation à l'offrant de certains agissements ou omissions de ses partenaires	332
2. Relativement au prix de l'offre	333
a. Application de la règle du meilleur prix aux opérations des partenaires	333
b. Application des règles sur le prix minimum de l'offre d'après les opérations des partenaires	337
c. Obligation de proposer une alternative en espèces	338
3. Respect des règles de transparence et de loyauté	339
4. Respect des règles sur la déclaration des participations	341
III. L'offrant face au risque d'une action concertée latente	342
A. Groupes de sociétés et participation indirecte	343
B. L'action concertée résultant d'un accord	344
1. L'accord doit restreindre la liberté des partenaires	344
2. La problématique des relations sociales	345

3.	Distinction entre action concertée et action parallèle	347
4.	La forme de l'accord	349
C.	L'objet de l'action concertée	350
1.	En matière de publicité des participations	350
a.	Critères d'imputation	350
b.	Interprétation fonctionnelle de la notion de groupe organisé	352
c.	Détention indirecte et dérivés de participation	354
2.	En matière d'offre obligatoire	357
a.	Exigences d'un dessein de contrôle sur la société visée et d'une certaine organisation	357
b.	Interprétation restrictive de la notion de groupe organisé dans un dessein de contrôle	360
c.	Casuistique	362
d.	Réflexion critique	369
3.	En matière d'OPA en général	373
a.	Exigences de coordination avec l'offrant et de soutien à l'offre	373
b.	Casuistique	374
c.	Réflexion critique	381
IV.	Validité d'une condition protégeant l'offrant contre les conséquences d'une action concertée qu'il n'a pas voulue? ———	385
A.	Enjeux pour l'offrant	385
B.	Discussion critique	387
V.	Synthèse —————	389

Chapitre 6

LA PROTECTION DE L'OFFRANT CONTRE DES OFFRES CONCURRENTES

391-475

I.	Introduction —————	391
II.	La liberté contractuelle et ses restrictions —————	393
A.	Problématique	393
B.	Le principe de la liberté contractuelle	395
C.	Les restrictions résultant de règles impératives	395
III.	L'accord de transaction avec des actionnaires de la société visée ———	398
A.	La promesse d'accepter l'offre	398
1.	Problématique	398
2.	Définition et typologie des promesses d'accepter l'offre	399

3. Validité des promesses d'accepter l'offre	401
a. Introduction	401
b. Jurisprudence <i>InCentive Capital AG</i> défavorable aux promesses d'acceptation	402
c. Confirmation de la jurisprudence <i>InCentive Capital AG</i> dans l'affaire <i>Kuoni Reisen Holding AG</i>	404
d. Prises de position doctrinales	405
4. Analyse de la jurisprudence <i>InCentive Holding AG</i> dans une perspective critique	406
a. Les restrictions au principe de la liberté contractuelle	406
b. La protection des actionnaires minoritaires	407
c. Les intérêts en présence	409
5. Solutions de compromis?	412
a. Promesse d'apporter une participation peu importante	412
b. Promesse valable dans des cas particuliers?	414
6. Influence de la pratique concernant l'accès aux informations confidentielles de la société visée	415
B. La vente d'une participation	418
1. Problématique	418
2. Lien entre la vente et une OPA subséquente	419
a. Vente subordonnée au succès de l'offre subséquente	419
b. Vente inconditionnelle	422
3. Validité de la vente d'une participation	423
a. Transposition de la jurisprudence <i>InCentive Holding AG</i> ?	423
b. Implications pratiques	426
4. Autres risques liés à la vente d'une participation	428
IV. L'accord de transaction entre l'offrant et la société visée	429
A. L'accord de transaction conclu dans un contexte amical	429
1. En général	429
2. Instruments de protection de l'accord de transaction	432
3. Typologie des instruments de protection	434
B. Accords d'exclusivité	435
1. Problématique	435
2. Validité avant le lancement d'une offre	436
3. Validité après le lancement d'une offre	437
a. Prohibition de prospection ("no shop agreement")	438
b. Prohibition de négociation ("no talk agreement")	440
c. Embargo sur l'information	442
d. Promesse d'exclusivité absolue	444

C. Promesse de défraiement (" <i>break-up fee</i> ")	445
1. Problématique	445
2. Validité de la promesse de défraiement	447
a. Compatibilité avec l'intérêt social?	447
b. Liberté de choix des actionnaires et protection de la concurrence entre offrants	448
c. Interdiction d'adopter certaines mesures de défense	450
3. Montant du défraiement	451
a. En général	451
b. Moyens de défense de la société visée contre une promesse de défraiement excessive	452
c. Casuistique	454
d. Limitation en fonction du coût global de l'offre?	457
4. Traitement égal de l'offrant concurrent?	458
D. Accord de blocage (" <i>lock-up agreement</i> ")	460
1. Problématique	460
2. Validité de l'accord de blocage	462
a. Compatibilité avec l'intérêt social?	463
b. Liberté de choix des actionnaires et protection de la concurrence entre offrants	466
c. Interdiction d'adopter certaines mesures de défense	467
E. Information ou consultation de l'offrant initial en cas d'offre concurrente	470
1. Problématique	470
2. Validité	471
V. Synthèse	473

Chapitre 7

LES RISQUES LIÉS À L'EXCLUSION DES ACTIONNAIRES RÉSIDUELS

477-521

I. Introduction	477
II. L'action judiciaire en annulation des titres résiduels	479
A. Conditions de l'action judiciaire	479
1. Société inscrite sur le registre du commerce en Suisse	479
2. OPA préalable	481
3. Participation minimale de l'actionnaire demandeur	482
a. Généralités	482

b. Délai disponible pour acquérir la participation minimale	483
c. Action concertée postérieure à l'OPA	486
4. Computation du délai de l'action	487
B. Titres de participation à annuler	488
C. Procédure judiciaire	490
D. Effets de l'annulation des titres résiduels	493
E. Contrôle judiciaire rétrospectif du prix de l'offre ?	494
F. Discussion critique et propositions	499
III. Succédanés de l'action en annulation des titres résiduels	503
A. La fusion avec dédommagement obligatoire	503
1. Généralités	503
2. La procédure de fusion	504
3. Le dédommagement des actionnaires exclus	506
4. Contrôle judiciaire rétrospectif	509
5. Application de la règle du meilleur prix	513
B. Relations entre l'action en annulation des titres résiduels et la fusion avec dédommagement obligatoire	515
C. Autres succédanés de l'action en annulation	517
IV. Synthèse	520

Conclusion générale **523-532**

I. Accroissement inopportun des risques à assumer par l'offrant	523
II. Appel à un assouplissement de la réglementation et de la pratique	527
III. Propositions de réforme	529

Summary **533-539**

Liste des principales abréviations **541-545**

Table des équivalences terminologiques **547**

Bibliographie **549-582**