

Vers une remise en cause de la sécurité juridique des offres publiques d'acquisition ?

Un mouvement récent initié par le législateur et soutenu par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et la Cour d'appel de Paris conduit à un encadrement renforcé des offres publiques d'acquisitions (OPA). Cet effort vers la mise en place d'un calendrier procédural maîtrisé fait néanmoins l'objet d'une nuance. En effet l'opération mouvementée ayant opposé en 2016 Gecina à Eurosic, sociétés d'investissements cotées, dans une OPA sur Foncière de Paris laisse entrevoir une parade à la rigueur ainsi introduite¹.

I) L'encadrement renforcé du déroulement des OPA

A. La prorogation critiquable de la date de clôture des OPA

L'article L. 621-30 du Code monétaire et financier pose comme principe qu'un recours en annulation contre une décision de conformité de l'AMF n'entraîne pas de plein droit le sursis de l'offre publique qui continue de s'exécuter de manière provisoire. Cette disposition illustre un souci d'assurer le bon déroulement des offres sans que les procédures judiciaires ne viennent constituer un frein envers ces dernières et trouve sa traduction dans un contrôle judiciaire a posteriori des offres.

Malgré cette affirmation formelle, l'AMF s'est illustrée, pendant plus de vingt ans et jusqu'à encore récemment, par une pratique en contre sens de ce principe. C'est ainsi que cette dernière prononçait de façon systématique une prorogation de la date de clôture des OPA en cas de recours en annulation contre ses décisions de conformité². Les OPA s'étendaient alors de plus en plus longtemps dans le temps, tout comme le démontre l'OPA menée par le conglomerat chinois Fosung et Axa Private Equity sur Club Med en 2013, l'opération ne trouvant fin qu'en 2015 après plus d'un an de bataille entre les parties et une prorogation prononcée par l'AMF et confirmée par la Cour d'appel de Paris³.

Or, en matière d'offres publiques, l'initiateur d'une offre a tout intérêt à ce que l'offre introduite s'effectue au plus vite, au risque de voir la situation du marché et de la cible, de même que la position des actionnaires de cette dernière vis-à-vis de l'offre, évoluer au fil du temps. Une procédure étalée dans le temps constitue alors un réel danger pour ce dernier. Qui plus est, l'offre répond à un principe d'irrévocabilité. De cette manière, le contexte économique ayant mené à la définition des conditions de l'offre pourrait évoluer que l'offre ne pourrait quant à elle pas s'y adapter⁴.

L'importance de ces conséquences des fluctuations du marché s'illustrent notamment à travers l'affaire Holcim Lafarge. C'est ainsi que la parité d'échange de l'offre publique lancée par Holcim a été revue à la baisse en raison de la variation conséquente des cours de bourse à raison l'annonce de l'opération de fusion envisagée⁵.

¹ Documentation Eurosic, site Internet « eurosic.fr ».

² A. Poncelet, « La fin des prorogations systématiques des offres publiques en cas de recours après l'ordonnance du premier président de la Cour d'Appel de Paris du 10 avril 2014 », *RDBF*, Mai 2014 n°3, étude 11.

³ La bataille du Club Med en dates, site internet « lemonde.fr », 03/01/2015.

⁴ Y.Piette, « Temps judiciaire et temps boursier, une histoire de contretemps », *RDBF*, Mai 2015 n°3, prat.3.

⁵ *Ibid* ⁴.

Confronté à ces dérives ignorant les exigences de la place boursière, le législateur, suivi par l'AMF et la Cour d'appel de Paris, est venu amorcer la mise place d'un encadrement strict des OPA et des recours afférents.

B. Vers un rappel du principe d'absence d'effet suspensif des recours à l'encontre des décisions de conformité de l'AMF

Le législateur, désireux d'améliorer la « compétitivité de la Place financière de Paris dans le cadre d'OPA », est venu introduire par la loi dite « Florange » du 29 mars 2014 un délai de 5 mois pendant lequel la Cour d'appel de Paris doit statuer sur les recours contre les décisions de conformité de l'AMF (*C. monét. fin.*, L.621-30). Ce délai complète celui de 10 jours pendant lequel doivent intervenir les recours contre lesdites décisions (*C. monét. fin.*, art R.621-44). Si l'intention du législateur, était certes louable, l'engorgement de la Cour, le manque de moyens humains et l'absence de sanction concrète au non-respect de ce délai par la Cour laisse présager l'absence d'effectivité de ce délai⁶.

Confortant la volonté du législateur, l'AMF tout comme la Cour d'appel de Paris ont, par leurs interventions récentes, rappelé le nécessaire respect du principe d'absence d'effet suspensif des recours à l'encontre des décisions de conformité⁷. Le Cour d'appel de Paris a, dans un premier pas engagé vers cette évolution, précisé de façon quelque peu timide « que le sursis à exécution ne saurait être utilisé pour remettre en cause le calendrier de la procédure »⁸.

Par la suite, à l'occasion de l'offre publique opérée par SMABTP sur la Société de la Tour, l'AMF a écarté la prorogation de la date de clôture de l'OPA pour revenir au principe de contrôle a posteriori des offres. La Cour d'appel de Paris a quant à elle rejeté la demande de sursis. Est ainsi réaffirmé avec force un retour au principe d'absence d'effet suspensif des recours sur les OPA, principe ayant pour corolaire celui de l'exécution provisoire des offres publiques contestées sauf à ce qu'il soit démontré par le demandeur l'existence de « conséquences manifestement excessives » résultant de l'exécution provisoire de cette dernière⁹.

Si ces avancées prémunissent les acteurs économiques contre les recours dilatoires et servent une sécurité juridique accrue, le recours opéré par Gecina à l'encontre de la décision de conformité rendue par l'AMF quant à l'offre d'Eurosic sur Foncière de Paris ouvre grand la porte à l'incertitude voire à une insécurité juridique en matière d'OPA.

II) L'affaire Foncière Paris, mise à bas des efforts d'encadrement des OPA

L'OPA sur Foncière de Paris fut remportée par Eurosic. Gecina entendit alors contester la décision de conformité rendue par l'AMF sur l'offre d'Eurosic. Le délai de contestation ayant été dépassé, Gecina opta alors pour une solution nouvelle et demanda à ladite Autorité le retrait de sa décision au motif

⁶ *Ibid*⁵.

⁷ A. Poncelet, « La fin des prorogations systématiques des offres publiques en cas de recours après l'ordonnance du premier président de la Cour d'Appel de Paris du 10 avril 2014 », *RDBF*, Mai 2014 n°3, étude 11.

⁸ Ord. 16 oct. 2002, RGSSE CMF n° 1/2002, Gecina.

⁹ CA Paris, pôle 5, 7e ch., ord. Prem. prés., 10 avr. 2014, n° 14/05670.

qu'elle aurait été obtenue par Eurosic par fraude¹⁰. Confrontée au refus par l'AMF de cette demande, mais également de celle de prorogation de la date de clôture de l'offre, Gecina saisit alors la Cour d'appel de Paris qui elle aussi rejeta le recours.

A. L'absence de délai de recours fixe, atteinte à la maîtrise du calendrier des offres

La décision de conformité rendue par l'AMF, acte administratif unilatéral, peut à raison de cette nature faire l'objet d'une demande de retrait. Supposément entachée de fraude, la décision de conformité de l'AMF pouvait alors être considérée comme un acte non-créditeur de droit. En conséquence, ledit recours pouvait être introduit à tout moment, sans délai fixe. Eurosic tenta de contester cette possibilité en relevant le nécessaire respect par le demandeur du délai de 10 jours susmentionné courant à compter de la décision de conformité. La Cour d'appel de Paris rejeta ce moyen et précisa que s'il y avait bien lieu à respecter ce délai cela ne concernait que le recours contre la décision de rejet, et non pas l'introduction de la demande de retrait en elle-même¹¹.

La difficulté relative à l'absence de délai fixe apparaît alors de façon évidente. Cette absence tend en effet à décaler l'ensemble du calendrier procédural, le point de départ des délais de recours dépendant alors plus de la volonté du demandeur attaquant la décision de conformité que d'un élément objectif (tel celui constitué par la date de notification de la décision). Or, tel que précisé précédemment, l'initiateur a tout intérêt à ce que l'offre introduite s'effectue au plus vite, au risque de voir la situation du marché et le cours de bourse évoluer.

B. Un recours source d'insécurité juridique

Une conséquence d'autant plus significative, outre le décalage porté au calendrier procédural, consiste en une atteinte majeure à la sécurité juridique. Dès lors que la demande de retrait fondée sur la fraude peut être introduite selon le bon-vouloir du demandeur, cela, en plus laisser une place accrue aux actions à vocation dilatoire, donne la possibilité à ces dernières d'intervenir à n'importe quel moment, y compris après la clôture d'une offre. Par ailleurs, le retrait, lorsqu'il est accordé, vient faire disparaître rétroactivement l'acte concerné qui est considéré comme n'ayant jamais existé. Apparaît alors la problématique de la remise en cause de l'opération, cette dernière se rapprochant des difficultés constatées face au jeu du principe d'exécution provisoire des offres.

Si d'un point de vue théorique les offres sont en principe réversibles, les dispositions du règlement général de l'AMF permettant d'assurer la traçabilité des ordres d'apport, aucune procédure ne se voit en pratique prévue afin de procéder à la restitution des titres et des sommes perçues. Diverses interrogations, notamment relatives à la possibilité d'imposer aux apporteurs de récupérer leurs titres, mais également à valeur desdits titres, valeur ayant pu varier à la hausse comme à la baisse de sorte que les actionnaires, s'ils avaient conservé leurs titres, en auraient tiré un prix autre, ou encore à la possible

¹⁰ OPA : la bataille pour Foncière de Paris prend un tour inédit, site Internet « lesechos.fr », 08/09/2016.

¹¹ CA Paris, pôle 5, 7e ch., 12 janv. 2017, n° 2016/17607.

dissolution de la cible ou à la cession des titres concernés, apparaissent et sont encore aujourd'hui en suspens¹².

III) L'appréciation de la fraude et le respect du principe d'absence d'effet suspensif des recours, limites à la demande de retrait

A. Une appréciation de la fraude fondée sur l'atteinte aux principes directeurs des offres

Dès lors qu'un acte a été obtenu dans l'intention délibérée de tromper l'administration, il paraît légitime de faire disparaître celui-ci de l'ordonnement juridique. Mais pour que la fraude mène au retrait de l'acte, encore faut-il qu'elle soit avérée.

En l'espèce, Gecina soutenait que la décision de conformité était entachée de fraude, Eurosic ayant supposément violé les principes de liberté des offres et surenchères et de loyauté dans la compétition consacrés par la Directive du 21 mai 2004 relatives aux OPA et se trouvant également dans l'article 231-3 du règlement général de l'AMF. Se posait ainsi question de savoir si l'attitude des actionnaires de la cible, refusant l'offre de Gecina alors que cette dernière semblait supérieure à celle d'Eurosic, tout comme l'attitude d'Eurosic refusant de revoir à la hausse son offre, ne révélaient pas en engagement irrévocable de ces derniers¹³. La Cour d'appel de Paris, procédant à une appréciation *in concreto*, rejeta la demande de Gecina et affirma la liberté des actionnaires de la cible dans le choix de l'offre leur étant la plus favorable au regard des objectifs qu'ils poursuivent et l'absence de violation des principes directeurs des offres.

Le pouvoir d'appréciation de la Cour d'appel de Paris a ici un rôle majeur dans les possibilités qu'a le recours d'aboutir. Dès lors que l'appréciation de la fraude repose sur des éléments subjectifs, et même en présence d'éléments laissant supposer l'existence de cette dernière, il semblerait opportun pour l'AMF voire pour la Cour d'appel de procéder d'une façon similaire que lors d'une demande de retrait portant sur un acte administratif créateur de droit. Ainsi, le retrait serait ou non accordé suite à la mise balance des avantages et inconvénients en présence. Pourront ainsi être pris en compte, conformément à la jurisprudence de la Cour d'appel de Paris, la primauté de la liberté contractuelle, la liberté de choix par les actionnaires de la stratégie qu'ils entendent mettre en place, de même que l'ensemble des difficultés pratiques précédemment énumérées¹⁴. De cette manière, seules les décisions qui en plus d'être entachées de fraude sont fortement préjudiciables à l'un des compétiteurs, voire à la cible ou au marché lui-même, seront retirées.

B. Une limite aux procédures interminables par le rejet de prorogation ou de sursis de l'offre

De façon subsidiaire, une autre solution, ne trouvant son utilité qu'en cas de recours intenté au cours d'une offre, pourrait se trouver dans le principe légal de l'absence de tout effet suspensif d'un recours à l'encontre d'une décision de conformité (*C. monét. fin. art L.621-30*). C'est ainsi que la pratique récente de l'AMF de refuser les demandes de prorogation du calendrier de l'offre en cas de recours, de même que la possibilité faite à la Cour d'appel de rejeter les demandes de sursis à exécution des offres,

¹² D. Bompont, « Quand l'engorgement des tribunaux accélère le rythme des affaires », *Bulletin Joly Bourse*, n°09, 30/09/2014.

¹³ Principes généraux de comportement, *Lamy Droit du Financement*, 2014.

¹⁴ P. Portier, R. Navelet-Noualhier, M-E Mathieu-Bouyssou, « Libre jeu des offres et des surenchères et engagements de présentation aux offres publiques d'acquisition », *RDBF*, Juillet 2004 n°4, dossier 100039.

permettrait à l'offre de se dérouler selon les prévisions de l'initiateur. Cette pratique rendra alors le recours intenté indolore pour l'initiateur de l'offre, et, combinée à la solution précédemment énoncée menant à un risque moindre de remise en cause des offres, conduira à une réalisation effective de ces dernières.

En conclusion, si la demande de retrait introduite par Gecina apparaît comme une menace indéniable envers la sécurité juridique des OPA, les possibilités d'aboutir d'une telle action dépendent encore fortement de l'appréciation menée par l'AMF et la Cour d'appel de Paris. Or, ces dernières, confirmant le mouvement tendant à un encadrer strictement le déroulement des offres, continuent de former une résistance marquée contre tout débordement temporel que pourrait introduire un quelconque recours en la matière.