

Sonderdruck

---

**M & A**  
**Recht und Wirtschaft in der Praxis**  
Liber amicorum für Rudolf Tschäni

Herausgegeben von  
Matthias Oertle                      Matthias Wolf  
Stefan Breitenstein                Hans-Jakob Diem

---

**JACQUES IFFLAND**

**HANS-JAKOB DIEM**

**De la prohibition des conditions  
potestatives à celle des conditions  
inéquitables**

**Pourquoi la pratique en matière d'OPA  
conditionnelles doit être modifiée**

---



2010. Dike Verlag AG, Zürich/St. Gallen  
ISBN 978-03751-265-4

---

# De la prohibition des conditions potestatives à celle des conditions inéquitables

## Pourquoi la pratique en matière d'OPA conditionnelles doit être modifiée

JACQUES IFFLAND / HANS-JAKOB DIEM

### Contenu

I.	Introduction	251
II.	Evolution de la pratique en matière de conditions	253
	A. De l'interdiction des conditions potestatives à l'allocation des risques entre offrant et destinataires de l'offre	253
	B. Situation sous le nouveau droit	255
III.	Les exigences en matière de conditions sont-elles conformes à la LBVM?	257
	A. Justification de la prohibition des conditions potestatives, imprécises ou déloyales	257
	B. Impératif de neutralité de la réglementation sur les OPA	258
	C. Risque d'inflation des conditions?	262
	D. Situation particulière des offres jugées irrégulières après leur publication	262
IV.	Conclusion	264

### I. Introduction

Comme toute acquisition de société, une offre publique d'acquisition (OPA) comporte des risques. L'offrant peut s'être mépris sur les qualités réelles de la société visée. Les affaires de la société visée, les conditions du marché, voire encore l'économie dans son ensemble peuvent se dégrader après la publication d'une offre.

Dans les acquisitions de sociétés «privées» (c'est-à-dire de sociétés dont les actions sont détenues par un cercle limité de personnes), la répartition de ces risques fait l'objet de négociations entre l'acheteur et le vendeur. Les régimes adoptés varient selon les circonstances. Rien n'empêcherait en théorie qu'il en aille de même pour l'acquisition de sociétés publiques cotées en bourse. Certes, l'étendue et le caractère indéterminé du cercle des vendeurs excluent en principe des négociations ou l'obten-

tion de garanties contractuelles. Toutefois, l'acquisition d'une société publique peut prendre la forme d'une OPA conditionnelle. Jusqu'à ce que l'offre soit exécutée, l'offrant peut – du moins en théorie – se protéger contre une évolution défavorable de la cible ou d'autres circonstances en soumettant son offre à des conditions appropriées.

La réglementation sur les OPA place cependant certaines limites à la liberté de l'offrant dans ce domaine. Ces restrictions ont généralement été justifiées par la volonté de prévenir les manipulations de cours et de limiter les désagréments que les procédures d'offre peuvent causer à la société visée.

La pratique récente a cependant vu se développer une tendance des autorités de marché à étendre l'examen des termes des offres en y intégrant des considérations qui ne touchent pas seulement l'intégrité du marché ou le sort de la société visée, mais qui se rapportent à l'équité des termes de la transaction. La COPA entend ainsi déterminer si les conditions dont sont assorties les offres sont nécessaires, ou constituent au contraire des tentatives inadmissibles de l'offrant de transférer les risques de l'acquisition sur les actionnaires de la société visée<sup>1</sup>.

Cette situation a pris une importance particulière après l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation sur les OPA, le 1<sup>er</sup> janvier 2009<sup>2</sup>. Le nouveau droit a considérablement augmenté les moyens d'intervention des actionnaires de la société visée, en leur permettant notamment de contester la régularité d'une offre sur laquelle la COPA s'est déjà prononcée. Ce nouveau régime place les offrants devant des risques d'un type nouveau. Comme l'affaire *Harwanne* l'a montré récemment, il peut obliger un offrant à améliorer une offre déjà publiée<sup>3</sup>.

La question s'est ainsi posée de savoir s'il est loisible aux offrants de se protéger contre ce risque d'un nouveau genre, en soumettant leur offre à la condition que ses termes ne soient pas modifiés contre leur gré. La COPA a laissé la question de la régularité de telles conditions indécise, tout en suggérant qu'elle pourrait la contester<sup>4</sup>.

L'objet de cette contribution est de montrer que la pratique tendant à laisser à la COPA le soin de décider des risques qu'il appartient à un offrant d'assumer et de ceux qui peuvent être transférés aux destinataires de l'offre est à la fois *inopportune et contraire à la systématique de la loi*. S'il est légitime d'interdire des conditions potestatives, imprécises ou illégales, la COPA fait fausse route lorsqu'elle entend juger de

---

<sup>1</sup> Voir la section II.A. ci-dessous.

<sup>2</sup> Ch.16 de l'annexe à la loi fédérale du 22 juin 2007 sur la surveillance des marchés financiers (RS 956.1); Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 août 2008 (RS 954.195.1) (OOPA); Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 25 octobre 2008 (RS 954.193) (OBVM-FINMA).

<sup>3</sup> Voir la section II.B. ci-dessous.

<sup>4</sup> Voir la note 31 ci-dessous et le texte que l'accompagne.

l'«équité» des conditions d'une offre. En particulier, les offrants ont un intérêt légitime à se protéger contre le risque de voir les termes de leur offre être modifiés de façon fondamentale après leur publication.

## II. Evolution de la pratique en matière de conditions

### A. De l'interdiction des conditions potestatives à l'allocation des risques entre offrant et destinataires de l'offre

Lors de la mise en consultation du projet d'OOPA révisée, en juin 2008, la COPA a fait valoir qu'une offre publique d'acquisition devrait en principe être inconditionnelle<sup>5</sup>. L'OOPA entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2009 requiert désormais que les conditions d'une offre soient justifiées par l'existence d'un «intérêt légitime»<sup>6</sup>.

Cette attitude restrictive à l'égard des offres conditionnelles est relativement nouvelle. Les offres conditionnelles étaient jugées de façon moins négative lors de l'élaboration des premières réglementations suisses sur les OPA à la fin des années quatre-vingt. A cette époque, les offres conditionnelles étaient perçues comme un moyen adéquat pour faire échec aux défenses – jugées souvent excessives – dont les sociétés cotées en bourse avaient alors l'habitude de s'entourer<sup>7</sup>. Les autorités de réglementation de l'époque n'étaient pas ignorantes du potentiel d'abus que pouvait receler de telles transactions. La fin des années quatre-vingt avait été marquée par plusieurs OPA controversées. Le soupçon planait que certaines de ces transactions avaient été annoncées malgré de très faibles chances de succès, pour manipuler le cours des actions de la société visée<sup>8</sup>. Des mesures avaient été prises pour prévenir de telles dérives. Ainsi, le Code Suisse des OPA de 1989 prévoyait qu'une offre «*ne peut être soumise qu'à des conditions que l'offrant ne peut pas influencer lui-même*»<sup>9</sup>. La réglementation fédérale sur les OPA avait repris cette règle. Tout en excluant en principe le recours à des conditions en matière d'offre obligatoire, elle stipulait qu'une offre «*ne peut être soumise qu'à des conditions suspensives sur l'accomplissement desquelles l'offrant*

---

<sup>5</sup> «Grundsätzlich soll das Angebot bedingungslos sein.» Projet de révision de l'Ordonnance sur les OPA du 5 juin 2008, 9, commentaire concernant l'art. 13 OOPA.

<sup>6</sup> Art. 13 al. 1 OOPA.

<sup>7</sup> HENRY PETER, Les Offres Publiques d'Achat en Suisse: Analyse et évolution, en particulier depuis l'entrée en vigueur du nouveau «Code Suisse des OPA», RSDA 62 (1990), 156.

<sup>8</sup> Tel avait notamment été le cas pour l'offre que le financier Jürg Stäubli avait présentée aux actionnaires de Publicitas par l'intermédiaire de la société J.S. Holding SA en août 1988. Pour un résumé de cette affaire, voir JACQUES IFFLAND, La répression pénale des manipulations de cours, th. Lausanne 1994, 32; PETER (n. 7), 156.

<sup>9</sup> Ch. 3.2.

*ne peut pas exercer d'influence déterminante*»<sup>10</sup>. Elle exigeait également que les conditions soient rédigées de façon à ce que leur accomplissement puisse être «clairement établi» à l'échéance de l'offre<sup>11</sup>.

Limitée à l'origine à une exigence de clarté et à une prohibition des conditions potestatives, la pratique a cependant développé d'autres critères pour juger de la régularité des conditions des OPA.

Une première évolution a résidé dans la prohibition des conditions jugées *déloyales*. La COPA a donné cette qualification aux conditions au contenu illicite<sup>12</sup>, ou dont la réalisation suppose un acte illicite ou la violation d'une obligation contractuelle de la société visée ou d'un tiers<sup>13</sup>. Cette pratique devait permettre d'éviter que l'offrant exerce des pressions indues sur la société visée, en soumettant son offre à des conditions dont la réalisation aurait pu impliquer une violation des devoirs de loyauté du conseil d'administration de la société visée, comme par exemple une inscription de l'offrant au registre des actions comme actionnaire avec droit de vote au-delà de la limite prévue par les statuts<sup>14</sup> ou encore une *due diligence* préjudiciable à l'intérêt de la société<sup>15</sup>.

Même si elle marquait une évolution, la prohibition des conditions «déloyales» ne se distinguait en réalité pas fondamentalement de l'interdiction des conditions potestatives. Un offrant ne peut pas légitimement s'attendre à ce qu'une condition illicite se réalise. Une offre assortie d'une telle condition ne peut donc aboutir que si son auteur renonce à s'en prévaloir. L'aboutissement de la transaction est alors laissé au bon vouloir de l'offrant, ce que la prohibition des conditions potestatives a précisément pour but d'éviter. La prohibition des conditions déloyales pouvait donc être comprise comme un avatar de la prohibition des conditions potestatives.

La COPA ne s'en est cependant pas tenue à ces considérations. Au fil du temps, elle a étendu son examen à l'*opportunité* des conditions des offres. Elle en est ainsi venue à exiger un *rapport de connexité* entre l'offre et les conditions auxquelles cette dernière est soumise<sup>16</sup>. Elle a considéré que, pour satisfaire à cette exigence, la condition prévue doit être *nécessaire* pour obtenir le contrôle de la société visée, pour garantir la bonne exécution de l'offre, ou prévenir une perte de substance de la société

---

<sup>10</sup> Art. 13 al. 1, première phrase, de l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 juillet 1997 (OOPA 1997).

<sup>11</sup> Art. 13 al. 2 OOPA 1997.

<sup>12</sup> Voir les références citées aux notes 13 et 15 ci-dessous.

<sup>13</sup> Recommandation 161/02 *InCentive Capital AG* du 11 juin 2003 c. 2.3.

<sup>14</sup> Recommandations 107/01 *Baumgartner Papiers Holding SA* du 16 juillet 2001 c. 2.3; 0107/02 *Baumgartner Papiers Holding SA* du 27 juillet 2001 c. 1.2; Décision CFB *Multipapiers SA/Baumgartner Papiers Holding SA* du 12 novembre 2001 c. 4c.

<sup>15</sup> Recommandation 249/01 *Saia-Burgess Electronics Holding AG* du 15 juillet 2005 c. 2.11.4.

<sup>16</sup> Recommandation 249/01 *Saia-Burgess Electronics Holding AG* du 15 juillet 2005 c. 2.3.4.

visée<sup>17</sup>. Il est ainsi arrivé que la COPA refuse qu'une offre soit subordonnée à l'élection des représentants de l'offrant au conseil d'administration de la société visée<sup>18</sup>. En outre, dans une recommandation *Leica Geosystems Holdings AG* de 2005, la COPA a considéré que l'examen de la régularité d'une condition implique *celui de l'équité de l'allocation du risque*<sup>19</sup>. Selon cette pratique, une offre ne peut pas être assortie de conditions portant sur des faits futurs qui relèvent exclusivement de la «sphère de risque» («*Risikosphäre*») de l'offrant<sup>20</sup>. La COPA s'est ainsi opposée à ce qu'une offre soit subordonnée à la condition que la société visée s'abstienne de contrevenir à l'engagement contractuel qu'elle avait pris envers l'offrant de ne pas disposer d'actions propres et de ne pas acquérir ses titres de participation en violation de la règle «du meilleur prix». Selon la COPA, l'engagement contractuel de la société visée donnait une sécurité suffisante à l'offrant à cet égard. Le risque de sa violation ne pouvait pas être reporté sur les destinataires de l'offre<sup>21</sup>. Ce régime a été consacré lors de la révision de l'OOPA de 2008. Désormais, une offre ne peut être assortie de conditions qu'en présence d'un «intérêt justifié» de l'offrant<sup>22</sup>.

## B. Situation sous le nouveau droit

Le régime relatif aux conditions des OPA a pris une importance nouvelle après la révision du droit des OPA entrée en vigueur en 2009<sup>23</sup>. La COPA s'est vu conférer un pouvoir de décision<sup>24</sup>, alors qu'elle ne pouvait jusqu'alors adopter que des recommandations. Le nouveau droit a aussi renforcé la situation procédurale des actionnai-

---

<sup>17</sup> Recommandations 249/01 *Saia-Burgess Electronics Holding AG* du 15 juillet 2005 c. 2.3.4 et 243/06 *Leica Geosystems Holdings AG* du 9 août 2005 c. 7.6.2. Voir déjà la recommandation 88/01 *Sulzer AG* du 19 mars 2001 c. 4.2.

<sup>18</sup> Recommandation 162/02 *Centerpulse AG* du 11 juin 2003 c. 2.7.3 et 161/02 *InCentive Capital AG* du 11 juin 2003 c. 2.7.3

<sup>19</sup> «[B]ei der Beurteilung der Zulässigkeit einer Bedingung [ist] die Frage nach der Allokation des 'abzusichernden' Risikos zu stellen.» Recommandation 243/06 *Leica Geosystems Holdings AG* du 9 août 2005 c. 7.6.2.

<sup>20</sup> *Ibid.*

<sup>21</sup> «Im Übrigen hat sich die Zielgesellschaft in der Transaktionsvereinbarung verpflichtet, keine eigenen Aktien an Dritte zu verkaufen oder in einen Verkauf einzuwilligen und keine Handlungen vorzunehmen, welche gegen Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK verstossen würden. Es kann dem Aktionär nicht zugemutet werden, die Konsequenzen für die Aktualisierung eines Risikos zu tragen, welches ausschliesslich in der Risikosphäre der Anbieterin liegt.» Recommandation 243/06 *Leica Geosystems Holdings AG* du 9 août 2005 c. 7.6.2.

<sup>22</sup> Art. 13 al. 1 OOPA.

<sup>23</sup> Voir les références citées à la note 2 ci-dessus.

<sup>24</sup> Art. 23 al. 3 et 33a al. 1 LBVM.

res de la société visée. Ces derniers peuvent désormais participer aux procédures de la COPA s'ils disposent d'au moins 2% des droits de vote<sup>25</sup>.

Ce nouveau régime place les offrants devant de nouveaux risques. Jusqu'alors, en cas d'offre amicale, les offrants pouvaient en principe obtenir que la COPA confirme la régularité de la transaction envisagée avant sa publication<sup>26</sup>. Les actionnaires de la société visée ne pouvaient alors pas contester la recommandation de la COPA<sup>27</sup>, ce qui mettait en principe l'offrant à l'abri de contestations ultérieures.

Cette situation a changé sous l'empire du nouveau droit. Non seulement les actionnaires se voient accorder la faculté d'intervenir dans les procédures de la COPA, mais ils peuvent de surcroît le faire *après la publication de l'offre*<sup>28</sup>, c'est-à-dire à un moment auquel l'offrant n'a plus la possibilité de se retirer de la transaction.

Cette situation peut avoir des conséquences importantes pour l'offrant, en particulier si les actionnaires contestent les termes financiers de l'offre avec succès<sup>29</sup>. L'affaire *Harwanne* de 2009 a montré qu'un tel risque n'est pas que théorique<sup>30</sup>. Une décision mettant en cause la régularité d'une offre déjà publiée peut engendrer une situation insoluble, en particulier si l'offrant ne dispose pas du financement requis pour satisfaire à ses obligations selon les termes de l'offre révisée.

Pour éviter une telle situation, certains investisseurs ont cherché à subordonner leur offre à l'absence de mise en cause de ses termes après sa publication. L'annonce préalable du 23 juillet 2009 de l'offre publique d'échange aux actionnaires de LO holding Lausanne-Ouchy S.A. par la société Mobimo Holding AG offre un exemple de cette tendance. Mobimo Holding AG y indique son intention de subordonner son offre à la condition suivante:

«Ni la Commission des OPA ni l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA ni le Tribunal administratif fédéral n'a décidé que (i) la structure de l'Offre (offre d'acquérir des Actions LO directement et indirectement par le truchement de l'acquisition des Actions NewCo) viole le droit suisse des OPA ou que (ii) les contreparties prévues selon cette annonce préalable (prix de l'Offre, respectivement rapports d'échange) doivent être partiellement ou entièrement ef-

---

<sup>25</sup> Art. 33b al. 3 LBVM et 56 ss. OOPA.

<sup>26</sup> Art. 58 OOPA 1997.

<sup>27</sup> ATF 133 II 81 (arrêt *Atel*).

<sup>28</sup> Art. 58 al. 1 lit. a OOPA.

<sup>29</sup> Une telle situation peut notamment se produire en cas de violation des règles concernant le prix minimum de l'offre. Voir les art. 32 al. 4 LBVM, 40 à 45 OBVM-FINMA et 9 al. 6 OOPA.

<sup>30</sup> Dans une décision du 16 mars 2009, la COPA a contesté la régularité du prix que la société MMA Vie SA avait offert pour les actions de la société Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA. La décision a été prise après qu'un actionnaire de Harwanne a contesté une décision antérieure de la COPA, dans laquelle cette dernière avait jugé l'offre de MMA Vie SA conforme à la réglementation sur les OPA. Voir à ce sujet FLAVIO ROMERIO/FRANK GERHARD, *Harwanne – erster Testfall für die neue Verfahrensordnung im Übernahmerecht*, GesKR 2009, 355 ff.

fectuées en espèces (par exemple en raison du Contrat de vente d'actions) ou que (iii) les contreparties prévues selon cette annonce préalable (prix de l'Offre, respectivement rapports d'échange) doivent être effectuées de telle manière que la reprise de toutes les Actions LO par Mobimo (y compris l'acquisition préalable selon le Contrat de vente d'actions) ne peut plus être qualifiée de quasi-fusion du point de vue du droit fiscal.»

La COPA a laissé la question de la régularité de cette pratique ouverte<sup>31</sup>, tout en suggérant qu'elle pourrait s'y opposer.

### **III. Les exigences en matière de conditions sont-elles conformes à la LBVM?**

Le point de vue soutenu ici est que la COPA a raison d'insister pour que les OPA soient soumises à des conditions dont la réalisation peut être constatée au moyen de critères clairs et objectifs, mais qu'elle se fourvoie lorsqu'elle prétend vouloir se faire le juge de l'équité de l'allocation des risques entre l'offrant et les actionnaires de la société visée. La pratique de la COPA à cet égard est à la fois inopportune et contraire à la systématique de la loi.

#### **A. Justification de la prohibition des conditions potestatives, imprécises ou déloyales**

Le bien-fondé de la *prohibition des conditions potestatives* ne peut guère être contesté. Sous l'effet des opérations d'arbitrage, le cours des actions de la société visée s'ajuste généralement aux termes d'une OPA dans les minutes qui suivent son annonce. Les investisseurs sont ainsi appelés à traiter les actions de la société visée à un prix qui reflète les termes de l'offre bien avant que cette dernière soit exécutée. Ils s'exposent donc à des pertes si l'offre annoncée est retirée. Le retrait injustifié d'une offre annoncée est aussi susceptible de nuire à la confiance des investisseurs, et donc au marché dans son ensemble. Enfin, l'annonce d'une OPA affecte généralement aussi la société visée: elle accapare ses organes dirigeants, désécurise son personnel et ses partenaires commerciaux, et compromet la planification à long terme. La balance des intérêts en présence penche ainsi clairement en faveur des actionnaires et de la société.

---

<sup>31</sup> Décision 422/03 *LO holding Lausanne-Ouchy S.A. / JJM Participations SA* du 8 septembre 2009 c. 8.12. Voir aussi la recommandation 416/01 *Jelmoli Holding AG* du 13 juillet 2009 c. 7.8, dans laquelle la COPA a admis dans un cas d'espèce une variante de la condition susmentionnée, par laquelle l'auteur d'une offre d'échange se réservait le droit de se départir de son offre s'il devait se voir imposer l'obligation de proposer le paiement d'un prix en espèces («*cash alternative*»).

té visée. Ceci justifie que le maintien ou le retrait d'une offre ne soit pas laissé au bon vouloir de l'offrant.

Les mêmes considérations permettent de justifier la prohibition des *conditions au contenu illicite*. Comme on l'a déjà relevé, les conditions «déloyales» peuvent être comprises comme des formes particulières de conditions potestatives. Les arguments qui militent en faveur de l'interdiction des secondes justifient aussi la prohibition des premières. Contrairement à ce que la référence à la notion de «loyauté» pourrait laisser croire, l'examen auquel la COPA se livre dans ce contexte ne porte pas sur l'équité des conditions, mais sur la probabilité de leur réalisation.

C'est aussi à juste titre que la COPA exige que les conditions des OPA soient *rédigées de façon claire*, et que leur réalisation puisse être constatée de façon incontestable. Une incertitude quant à l'aboutissement d'une offre donnerait au cours de bourse un caractère fortuit, et serait source d'insécurité pour les investisseurs. Elle nuirait aussi à la marche des affaires de la société visée, à laquelle elle porterait un préjudice injustifié. Une telle situation ne servirait les intérêts de personne. Il est juste de chercher à l'éviter.

## B. Impératif de neutralité de la réglementation sur les OPA

La situation est cependant différente lorsque la COPA veut *s'immiscer dans l'allocation des risques entre offrants et actionnaires des sociétés visées*, en arrêtant elle-même les éléments qui relèvent de la «sphère de risque» de l'offrant et ceux qui peuvent être transférés aux investisseurs.

La réglementation sur les OPA a été conçue dans une perspective de *neutralité économique*: la réglementation doit garantir la régularité des OPA, sans toutefois entraver ni favoriser ces transactions<sup>32</sup>. Ce principe est si profondément ancré dans le système suisse que la doctrine le mentionne généralement sans même chercher à le justifier. Le Tribunal fédéral lui-même s'y est référé dans l'arrêt *Atel* de 2007<sup>33</sup>. Le principe de neutralité économique repose sur l'idée qu'il appartient aux investisseurs, et non aux autorités, de décider des mérites d'une transaction<sup>34</sup>. Selon cette conception, la ré-

---

<sup>32</sup> GROUPE D'EXPERTS CHARGÉ D'ÉLABORER UNE LOI FÉDÉRALE SUR LES BOURSES, Rapport sur l'avant-projet, Berne, mars 1991, 66; BO 1994 CE 1052, séance du 16. Juni 1994; ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Berne 1998, 79; CR CO II-BAHAR, art. 22 LBVM N 1; URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Berne 2009, 199.

<sup>33</sup> ATF 133 II 81, 89 c. 4.3.2.

<sup>34</sup> Ce principe est explicite dans la réglementation anglaise. Selon la section 2(a) de l'introduction au «City Code on Takeovers and Mergers»: «The Code is not concerned with the financial or commercial advantages or disadvantages of a takeover. These are matters for the company and its shareholders.»

glementation doit tendre à assurer la *liberté de décision* des destinataires de l'offre<sup>35</sup>, et non à prévenir la publication d'offres inadéquates. Elle doit permettre aux actionnaires des sociétés visées de défendre leurs propres intérêts, et non charger une autorité administrative de s'acquitter de cette tâche à leur place. Sur le plan constitutionnel, le principe de neutralité traduit le fait que la réglementation boursière poursuit un but de *police* et non de *politique économique*<sup>36</sup>, et n'a donc pas pour vocation d'influencer le comportement des acteurs économiques.

Un régime dans lequel l'autorité se réserve le droit de déterminer les risques qui doivent être assumés par une partie à une transaction financière n'est pas économiquement neutre. Il peut avoir un effet inhibiteur sur les offrants, et empêcher la réalisation de transactions potentiellement avantageuses pour les sociétés concernées et leurs actionnaires, voire même pour l'économie dans son ensemble.

La COPA justifie son intervention dans ce domaine par la nécessité d'éviter que l'offrant ne profite du caractère unilatéral de la transaction pour assortir son offre de termes excessivement protecteurs. Selon la COPA:

«[Es] ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Bedingungen einseitig durch die Anbieterin stipuliert werden und diese deshalb in der Regel die Anbieterin einseitig begünstigen, indem sie ihr bei Eintritt einer für sie negativen Tatsache die Möglichkeit geben, vom Angebot Abstand zu nehmen. Aus diesem Grund ist bei der Beurteilung der Zulässigkeit einer Bedingung unter anderem die Frage nach der Allokation des 'abzusichernden' Risikos zu stellen.»<sup>37</sup>

Cette argumentation relève cependant de la pétition de principe. Elle repose sur la prémisse implicite que l'offrant sera disposé à assumer n'importe quel risque. Or rien ne justifie une telle hypothèse. La perception de la COPA peut être faussée à cet égard par le fait qu'elle examine généralement la régularité des conditions *après* qu'une offre a été annoncée, c'est-à-dire à un moment où l'offrant n'a en principe plus la faculté de se retirer. Elle peut ainsi être tentée de croire qu'elle intervient en faveur des destinataires de l'offre en interdisant certaines conditions, puisque l'offrant n'a alors pas d'autre alternative que de maintenir son offre sans la condition jugée irrégulière. Toutefois, on ne peut pas déduire de cette situation que l'offrant sera *toujours* prêt à assumer le risque que la COPA entend lui faire supporter. La faculté d'assortir une offre de conditions est un élément déterminant dans la décision d'un investisseur de présenter une offre ou de s'en abstenir. La pratique relative à l'admissibilité de certaines conditions sera prise en compte dans le cadre de cette appréciation. Un

---

<sup>35</sup> Recommandations 2/01 *Pharma Vision 2000 AG / BK Vision AG / Stillhalter Vision AG* du 17 février 1998 et 122/01 *Schweizerhall Holding AG* du 11 mars 2002 c. 6; SCHENKER (n. 32), 199; RUDOLF TSCHÄNI / JACQUES IFFLAND / HANS-JAKOB DIEM, *Öffentliche Kaufangebote*, 2<sup>ème</sup> éd., Zurich 2010, N 10.

<sup>36</sup> Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses; LBVM) du 24 février 1993, FF 1993 I 1269 ss., 1338.

<sup>37</sup> Recommandation 243/06 *Leica Geosystems Holdings AG* du 9 août 2005 c. 7.6.2.

offrant renoncera purement et simplement à présenter une offre s'il juge ne pas être en mesure de l'assortir des conditions qui lui semblent être nécessaires. Une pratique restrictive en matière de condition peut donc empêcher la réalisation de certaines transactions.

La COPA ne semble pas juger ce type de considération pertinent. Le parti pris implicite de la jurisprudence *Leica* précité<sup>38</sup> est qu'il est préférable d'interdire une transaction plutôt que de l'autoriser avec des termes excessivement protecteurs pour l'offrant. On peut cependant se demander si la COPA dispose de la légitimité nécessaire pour juger de l'opportunité d'une transaction dont elle ne supporte ni les profits ni les risques. Les actionnaires de la société visée – directement touchés dans leurs intérêts patrimoniaux – pourraient ne pas partager son appréciation, et considérer qu'une offre même fortement conditionnelle reste préférable à une absence d'offre. En l'absence de mesures de coercition de la part de l'offrant, il semble difficile de justifier que la COPA procède à cette appréciation à leur place.

Le bien-fondé du contrôle administratif de l'équité des conditions peut être mis en doute même lorsque l'offrant se montre prêt à traiter aux conditions restrictives que lui impose la COPA. Certes, l'absence de condition est favorable aux intérêts de la société visée et de ses actionnaires. Toutefois, cet avantage est obtenu au détriment des intérêts de l'offrant, et donc en contradiction avec le principe de neutralité économique du droit des OPA.

La COPA ne semble pas percevoir la contradiction entre l'exigence d'offres en principe inconditionnelles et le principe de neutralité du droit des OPA. L'idée selon laquelle la société visée et ses actionnaires sont davantage dignes de protection que l'offrant est maintenant profondément enracinée dans sa pratique. La COPA justifie ainsi souvent son refus de certaines conditions par le fait que le risque de leur non-réalisation «*ne peut pas être imposé aux actionnaires*»<sup>39</sup>. Elle n'indique cependant pas la raison pour laquelle ce même risque peut, à son avis, être raisonnablement imposé à l'offrant.

Rien ne justifie pourtant un tel parti pris. Une OPA comporte des risques importants pour l'offrant. D'un point de vue économique, l'offrant distribue des options put gratuites à l'ensemble des actionnaires de la société visée. Il doit pour cela mobiliser les capitaux nécessaires à l'acquisition pendant toute la durée de la transaction et consentir des frais importants sans avoir pour autant la certitude de pouvoir atteindre son objectif. L'offrant prend donc davantage de risques que les actionnaires de la société visée, qui peuvent bénéficier d'une offre sans avoir à prendre d'engagement.

---

<sup>38</sup> Voir la note 37 ci-dessus.

<sup>39</sup> «Es kann dem Aktionär nicht zugemutet werden, die Konsequenzen für die Aktualisierung eines Risikos zu tragen, welches ausschliesslich in der Risikosphäre der Anbieterin liegt.» Recommendation 243/06 *Leica Geosystems Holdings AG* du 9 août 2005 c. 7.6.2.

La position de la COPA semble reposer sur l'idée selon laquelle le processus d'OPA met en présence un offrant sophistiqué et quelque peu «profiteur», d'une part, et de «petits» actionnaires inexpérimentés et vulnérables, d'autre part. Cette typologie ne correspond cependant pas à la réalité. L'annonce d'une offre s'accompagne le plus souvent d'une modification profonde de l'actionnariat de la société visée. Les petits porteurs cèdent fréquemment leurs titres à des fonds spéculatifs, spécialisés dans les stratégies d'arbitrage, et cela bien avant que la transaction soit exécutée<sup>40</sup>. En définitive, l'offrant n'est donc généralement pas confronté à un groupe de petits actionnaires désorganisés, mais à des arbitrageurs professionnels, habitués aux transactions et capables de sauvegarder leurs intérêts.

Certes, la réglementation sur les OPA doit assurer la protection des investisseurs<sup>41</sup>. Toutefois, il est faux d'en déduire que l'offrant doit nécessairement supporter tous les risques. Une telle interprétation procède d'un malentendu quant à l'objet de la protection légale. C'est la *liberté de décision* des actionnaires que la réglementation a pour fonction de protéger<sup>42</sup>, non leurs intérêts patrimoniaux, dont ils restent seuls maîtres. Le droit des OPA veut éviter que l'offrant puisse profiter de la désorganisation des actionnaires de la société visée pour leur imposer des termes défavorables. Il prévoit diverses mesures pour atteindre cet objectif, dont notamment l'obligation de publier un prospectus<sup>43</sup>, de faire vérifier la régularité de la transaction par un réviseur indépendant<sup>44</sup>, et de respecter un certain calendrier<sup>45</sup>. Elle oblige en particulier l'offrant à ré-ouvrir son offre à l'acceptation en cas de succès<sup>46</sup>, brisant ainsi le «dilemme de prisonnier» auquel les actionnaires seraient confrontés si leur choix se résumait à accepter une offre par hypothèse inéquitable ou conserver une participation minoritaire dans une société contrôlée par un offrant potentiellement hostile. Un régime qui garantit ainsi la liberté de décision des destinataires de l'offre place ces derniers sur un pied d'égalité avec l'offrant. Il garantit l'égalité des armes – le fameux «*level playing field*». Dans un tel régime, il n'existe aucune raison de considérer l'offrant comme étant *a priori* moins digne de protection que les destinataires de l'offre, et de vouloir lui imputer systématiquement les risques de la transaction. Une politique allant dans ce sens contrevient au principe de neutralité du droit des OPA.

---

<sup>40</sup> Voir à ce sujet TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (n. 35), N 727.

<sup>41</sup> Art. 1 LBVM et 1 OOPA.

<sup>42</sup> Voir les références citées à la note 35 ci-dessus.

<sup>43</sup> Art. 24 al. 1 LBVM et chapitre 4 OOPA.

<sup>44</sup> Art. 25 LBVM et chapitre 5 de l'OOPA.

<sup>45</sup> Art. 28 lit. e LBVM; art. 14, 44 al. 1 et 2, 46, 47, 48 al. 3 à 5, 51 al. 1 et 3 et 52 al. 1 et 3 OOPA.

<sup>46</sup> Art. 27 al. 2 LBVM; art. 14 al. 5 et 46 OOPA.

### C. Risque d'inflation des conditions?

La lecture des recommandations de la COPA et des travaux préparatoires de l'OOPA de 2008 suggère que l'attitude restrictive de la COPA à l'égard des offres conditionnelles s'explique en partie par le souci d'éviter la prolifération des conditions dans les documents d'offre et la complexification excessive des transactions qui pourrait en résulter. Selon l'exposé des motifs de l'OOPA de 2008:

«Ein Anbieter soll nicht unzählige Bedingungen wahllos in seinen Angebotsprospekt aufnehmen können, nur weil vorhergehende Angebote derartige Bedingungen enthielten. Solche 'copy-paste'-Übungen sind zu vermeiden»<sup>47</sup>

Le point n'est pas sans pertinence. La comparaison des documents d'offre les plus récents avec ceux publiés sous l'empire du Code Suisse des OPA et immédiatement après l'entrée en vigueur de la LBVM révèle une tendance claire à la densification et à la complexification des conditions.

Toutefois, l'allongement des documents d'offre ne constitue pas nécessairement un mal en soi, s'il favorise la sécurité des transactions. La brièveté n'est pas une vertu si elle se fait au détriment de la clarté. La COPA a raison de vouloir s'opposer aux conditions inutilement complexes et prolixes, mais elle a tort de vouloir le faire en fondant son analyse sur une allocation des risques dont les fondements restent nébuleux et contestables. Une approche plus respectueuse du régime légal consiste à juger de la régularité des conditions à l'aune de l'impératif de clarté – comme la COPA l'a d'ailleurs fait à l'occasion<sup>48</sup> – plutôt qu'à celui de leur «équité».

### D. Situation particulière des offres jugées irrégulières après leur publication

Les considérations qui précèdent revêtent une importance particulière dans le débat concernant la régularité des *conditions de «non contestation»*, c'est-à-dire des conditions qui tendent à prévenir le risque que les termes d'une offre déjà publiée puissent être modifiés au déterminant de l'offrant<sup>49</sup>. De telles conditions ne sont pas potestatives,

---

<sup>47</sup> Projet de révision de l'Ordonnance sur les OPA du 5 juin 2008, 9, commentaire concernant l'art. 13 OOPA.

<sup>48</sup> «Es ist fraglich, ob ein Angebot mit einer solchen Vielzahl an Bedingungen das Erfordernis an die Transparenz erfüllt (Art. 1 BEHG und Art. 1 UEV-UEK). Je mehr Bedingungen die Anbieterin vorsieht, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Anbieterin vom Angebot Abstand nehmen kann. Mit anderen Worten nimmt die 'Unverbindlichkeit' eines öffentlichen Kaufangebots mit einer steigenden Zahl von Bedingungen zu. Die Übernahmekommission behält sich vor, künftig eine Vielzahl von Bedingungen restriktiv zu betrachten.» Recommandation 249/01 *Saia-Burgess Electronics Holding AG* du 15 juillet 2005 c. 2.12.

<sup>49</sup> Voir la section II.B. ci-dessus.

puisque leur réalisation ne dépend pas du bon vouloir de l'offrant. Elles satisfont aussi à l'exigence de précision, car leur réalisation est facile à constater.

Il est vrai que la situation est moins claire pour ce qui concerne l'exigence de *loyauté*<sup>50</sup>. Par le passé, la COPA a considéré qu'une offre ne peut pas être subordonnée au fait qu'aucune de ses conditions ne soit jugée irrégulière<sup>51</sup>. Une telle condition permettrait en effet d'assortir des offres de conditions illégales, puis de s'en départir si cette illégalité était constatée.

En première analyse, le même raisonnement semblerait devoir s'appliquer quand une offre est conditionnée par l'absence de contestation ultérieure. L'analogie entre les deux situations n'est cependant qu'apparente. Obliger un offrant à maintenir une offre après l'invalidation d'une condition jugée illégale est une chose. Obliger ce même offrant à maintenir une offre dont les termes financiers ont – par hypothèse – été modifiés à son détriment en est une autre. Rien ne garantit qu'un offrant puisse financer une offre dont les termes financiers ont été modifiés contre sa volonté. Il n'est dans l'intérêt de personne qu'un offrant soit acculé au défaut. Une telle situation ne favoriserait pas les intérêts des destinataires de l'offre. L'incertitude en résultant nuirait aux affaires de la société visée, ainsi qu'à la régularité du marché boursier. L'autorité de la COPA serait aussi compromise si ses injonctions de modifier les termes d'une offre devaient rester sans suite, faute pour l'offrant de disposer de ressources suffisantes.

On peut certes objecter qu'un régime dans lequel un offrant pourrait se départir d'une offre jugée irrégulière après sa publication créerait un *risque d'abus*. L'offrant pourrait en théorie publier une offre délibérément illégale, puis la retirer en cas de contestation. Ce danger ne doit cependant pas être surestimé. Publier une offre illégale présente de gros risques pour l'offrant. La réglementation sur les OPA permet en effet aux actionnaires de faire annuler la vente de leurs actions dans l'année qui suit l'entrée en force de la décision constatant l'irrégularité de l'offre<sup>52</sup>. Une telle constatation pouvant intervenir après l'exécution de la transaction<sup>53</sup>, l'auteur d'une offre irrégulière court le risque de voir son acquisition remise en cause pendant une longue période. Il est peu probable qu'un offrant rationnel assume volontairement un tel risque. Au demeurant, des mesures peuvent être prises pour éviter qu'un offrant présente une offre délibérément illicite, tout en se ménageant une «porte de sortie» pour le cas où la régularité de son offre serait contestée. La COPA pourrait ainsi subordonner l'exercice du droit de retrait à la bonne foi de l'offrant, et s'opposer à l'exercice de ce droit s'il s'avérait que ce dernier connaissait ou aurait du connaître l'irrégularité.

---

<sup>50</sup> Voir les notes 12 à 15 ci-dessus et le texte qui les accompagne.

<sup>51</sup> Recommandation 107/01 *Baumgartner Papiers Holding SA* du 16 juillet 2001 c. 6.

<sup>52</sup> Art. 26 LBVM et 16 OOPA.

<sup>53</sup> Selon l'art. 33d al. 2, seconde phrase, LBVM, le recours au Tribunal administratif fédéral contre les décisions en matière d'OPA n'a pas d'effet suspensif. Une décision constatant l'irrégularité de l'offre peut donc entrer en force plusieurs mois après que la transaction ait été exécutée.

larité de l'offre au moment de sa publication. Elle pourrait aussi subordonner le maintien de la condition de «non contestation» dans le prospectus d'offre (par opposition à l'annonce préalable) à la condition que l'offre ait fait l'objet d'un examen préalable avant sa publication<sup>54</sup>.

#### IV. Conclusion

L'entrée en vigueur des nouvelles règles de procédure en matière d'OPA le 1<sup>er</sup> janvier 2009 – et en particulier la faculté conférée aux actionnaires qualifiés de contester la régularité d'une offre après sa publication – a fondamentalement modifié la situation des offrants. Ces derniers doivent désormais assumer des risques de litiges qui peuvent affecter les termes financiers de la transaction envisagée. De tels risques peuvent être difficiles à gérer en pratique, et sont susceptibles d'avoir un effet inhibant sur les offrants.

Une telle évolution serait inopportune. Elle nuirait au fonctionnement régulier du marché suisse des prises de contrôle, et pourrait priver les actionnaires de sociétés suisses cotées en bourse du bénéfice de transactions potentiellement avantageuses. En outre, un régime dans lequel l'offrant doit supporter le risque d'une mauvaise interprétation d'une réglementation parfois peu claire ou imprévisible crée le risque qu'une transaction annoncée ne puisse pas être exécutée, faute de financement. Une telle situation est susceptible de porter atteinte aux intérêts des sociétés visées, de leurs actionnaires et du marché boursier dans son ensemble. Il est donc important que la réglementation permette aux offrants de bonne foi de se départir des transactions dont les termes financiers ont été modifiés par intervention de l'autorité. La COPA ne devrait pas s'opposer à l'introduction de conditions allant dans ce sens, qui correspondent à un «intérêt justifié» de l'offrant au sens de l'art. 13 al. 1 OOPA.

De manière plus générale, il serait opportun que la pratique de la COPA en matière de conditions soit reconsidérée. Il est légitime de prohiber les offres assorties de conditions potestatives, imprécises ou illégales. Il est en revanche contestable de permettre à une autorité administrative de juger de l'équité des conditions d'une offre, et de décider de la façon dont les risques de la transaction doivent être répartis entre offrant et société visée. Un tel régime contredit le principe de neutralité économique qui sous-tend l'ensemble de la réglementation suisse sur les OPA. Les critères fondés sur la «nécessité» ou l'«équité» des conditions devraient ainsi être abandonnés.

---

<sup>54</sup> Art. 59 OOPA.