

**La réforme du droit espagnol des offres publiques d'acquisition**  
**(transposition de la directive OPA)**

**Étude rédigée par**  
**Pierre Alfredo**

avocat (Alfredo & Bayssières\*),  
maître de conférences à l'université Montpellier II,  
docteur en droit des universités de Montpellier et Barcelone

(\* www.alfredo-bayssieres.com)

**Résumé :**

**La loi espagnole du 12 avril 2007, complétée par un important décret royal du 27 juillet 2007, et entrée en vigueur le 13 août 2007, a réformé le droit des offres publiques d'acquisition en transposant la directive OPA 2004/109/CE. La physionomie de la discipline en résulte modifiée en profondeur, principalement en raison d'une approche nouvelle de l'offre obligatoire et de l'adoption d'un mécanisme comparable au retrait obligatoire français (*squeeze out*).**

**La protection des intérêts des actionnaires est placée au cœur du dispositif, justifiant un effort significatif, sinon suffisant au regard des ambitions communautaires, de neutralisation des défenses anti-OPA, qu'elles soient préventives ou réactives.**

\*\*\*\*\*

1. Transposant, avec retard <sup>1</sup>, les directives du Parlement européen et du Conseil 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d'acquisition, et 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence, l'Espagne a réformé son droit des offres publiques d'acquisition par l'adoption de la loi 6/2007 du 12 avril 2007 <sup>2</sup>, modifiant la loi sur le marché des valeurs (LMV) 24/1988 du 28 juillet 1988, en ses dispositions relatives au régime des offres publiques d'acquisition et à la transparence des émetteurs.

Cette loi, entrée en vigueur le 13 août 2007, dispose d'un important décret d'application, du 27 juillet 2007 <sup>3</sup>, qui a abrogé le décret royal 1197/1991 du 26 juillet 1991 <sup>4</sup> qui réglementait jusqu'alors la matière.

2. Ces textes sont applicables à toute personne qui formule ou est tenue de formuler une offre publique d'acquisition d'actions d'une société cotée, définie comme celle dont les actions sont, en tout ou en partie, admises à négociation sur un marché secondaire officiel espagnol (*art. 1 RD*), dès lors qu'elle a son siège sur le territoire espagnol ou, qu'à défaut, conformément au critère *lex mercatus*, et si ses actions ne sont pas admises à négociation sur un marché réglementé dans l'État membre de l'Union européenne où elle a son siège, ou si elle a son siège dans un pays tiers, elle remplit certaines conditions, notamment lorsque ses actions ne sont admises à négociation que sur un marché espagnol, ou que leur première admission est intervenue sur un marché espagnol (*art. 1-2 et 1-4 RD*).

En application du critère *lex societatis*, les sociétés dont le siège social est en Espagne, mais dont les titres ne sont pas admis à négociation sur un marché espagnol, relèvent encore de la loi espagnole pour ce qui concerne l'information à fournir aux salariés relative aux participations qui confèrent le contrôle, aux

<sup>1</sup> Le délai de transposition de la directive 2004/25/CE était fixé au 20 mai 2006, celui de la directive 2004/109/CE au 20 janv. 2007.

<sup>2</sup> Publiée au *Boletín Oficial del Estado (BOE)* n° 89 du 13 avr. 2007.

<sup>3</sup> *Real Decreto (RD) 1066/2007, relatif au régime des offres publiques d'acquisition de valeurs*, publié au BOE n° 180 du 28 juill. 2007.

<sup>4</sup> Modifié notamment par le *décret royal 432/2003 du 11 avr. 2003*.

déroghations à l'obligation de présenter une offre, et aux moyens dont pourrait disposer l'organe d'administration de la société cible pour perturber le développement de l'offre (art. 1-2 c) RD).

3. Parmi les nombreuses dispositions des textes nouveaux sont particulièrement remarquables, en ce qu'elles rompent radicalement avec le droit antérieur, celles qui modifient substantiellement la conception du contrat entre initiateur et actionnaires de la cible en exerçant une contrainte sur les parties **(1)**, ainsi que celles qui s'attachent à réguler les comportements dans le but de faciliter la réalisation des offres publiques **(2)**.

### **1. Une approche nouvelle des relations entre contrôlaire et minoritaires de la cible**

4. Depuis le début des années 90, en France comme en Espagne, là où existait seulement la réglementation d'une technique d'acquisition de sociétés cotées, émerge une nouvelle discipline qui désigne cette technique comme seule acceptable <sup>5</sup>.

L'adoption de l'offre publique obligatoire, puis de l'offre publique totale imposant à l'initiateur de viser 100 % des titres de la cible, a détaché la définition du champ matériel d'application du droit des OPA de la nature juridique de l'opération considérée. L'OPA-technique ne délimite plus le droit des OPA, qui recherche bien plutôt désormais à définir les situations qui déclenchent son application, les opérateurs l'aient-ils ou non voulu, aient-ils ou non eu recours à l'offre publique.

5. L'accélération de cette tendance se manifeste encore dans la dernière réforme espagnole par une conception radicalement nouvelle de l'offre publique obligatoire <sup>6</sup>, renforçant la contrainte exercée sur l'initiateur **(A)**, ainsi que par l'introduction d'une contrainte sur les actionnaires minoritaires de la cible **(B)**, en admettant désormais les cessions forcées, connues du droit français depuis 1993 <sup>7</sup>.

#### **A. Le renforcement de la contrainte sur l'initiateur : l'offre obligatoire *a posteriori***

6. L'adhésion à une nouvelle conception de l'offre obligatoire **(1°)** a conduit à encadrer la fixation du prix d'offre **(2°)**.

#### **1° Une nouvelle conception de l'offre obligatoire**

7. Contrairement à la France, L'Espagne avait opté pour une offre obligatoire *a priori*, qui n'était pas la sanction d'une situation acquise, l'obligation de mettre en œuvre une offre publique lorsque les seuils de participation dans une société cotée étaient atteints, mais le « *chemin* » pour y parvenir, selon l'expression employée par le professeur Jaime Zurita y Sáenz de Navarrete <sup>8</sup>.

8. L'offre obligatoire *a posteriori*, choisie par le droit français bien avant la transposition de la directive, est d'apparence plus libérale : l'opération préalable, l'acquisition de la participation significative, cause de l'obligation, peut en effet être conclue dans les conditions du droit commun, quand l'offre obligatoire *a priori* y déroge au contraire pour l'acquisition de la participation significative elle-même.

---

<sup>5</sup> Ce qu'un auteur exprimait par cette formule : « Avec le recul du temps... on peut même dire que toute l'histoire de la réglementation en la matière est celle de l'élimination progressive par l'OPA des autres procédures d'acquisition » (P. Didier, *L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ?*, JCP éd. E., suppl. 5, 1994, p. 23).

<sup>6</sup> Sur le régime antérieur, V. J. García de Enterría, *La OPA obligatoria*, Civitas, Madrid.

<sup>7</sup> Loi n° 94-1444 du 31 déc. 1993 qui a modifié l'ancien art. 6 bis de la loi du 22 janv. 1988 sur les bourses de valeur en instaurant la procédure de retrait obligatoire.

<sup>8</sup> « L'OPA, chemin et non pas conséquence de l'acquisition d'une participation significative », *Oferta pública de adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa*, dans *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, CDBB Madrid, 1993, vol. I, p. 27 ss., spéc. p. 36.

Pourtant, ce faisant, le système d'offre obligatoire *a priori* se limite à imposer une procédure pour une acquisition que l'on demeure toujours libre de réaliser ou non, là où l'offre obligatoire *a posteriori* crée une véritable obligation de contracter, pour autant que ces deux termes soient compatibles.

9. Adoptant le régime général promu par la directive OPA, **la réforme espagnole renonce à l'OPA obligatoire *a priori* et adopte le système d'OPA *a posteriori*.**

10. Elle supprime également son système d'offre publique obligatoire partielle en cas de prise de participation significative inférieure à 50 % des droits de vote, et **ne prévoit plus qu'un système d'offre publique obligatoire totale**, préconisé par la directive OPA, mettant ainsi un terme à la situation des actionnaires minoritaires qui, à la suite d'acquisitions de participations inférieures à 50 % du capital social, ne pouvaient être assurés de vendre la totalité de leurs titres, dans une société contrôlée, en pratique, par l'initiateur.

11. Désormais, conformément aux termes du nouvel article 60 de la loi sur le marché des valeurs tel qu'il résulte de l'article 8 de la loi de réforme du 12 avril 2007, **sera tenu de formuler une offre publique d'acquisition pour la totalité des actions** ou autres titres donnant directement ou indirectement droit à souscription ou acquisition d'actions d'une société cotée, adressée à tous leurs titulaires, et **à un prix équitable, quiconque obtiendra le contrôle d'une société cotée**, soit qu'il l'obtienne moyennant l'acquisition d'actions ou autres titres qui permettent la souscription ou l'acquisition d'actions avec droit de vote dans la société ; soit qu'il y parvienne par la seule conclusion d'un pacte d'actionnaires ; soit encore dans toutes autres hypothèses qui pourront être prévues par voie réglementaire.

L'article 3 c) du décret royal du 27 juillet 2007 y ajoute précisément les hypothèses de prise de contrôle indirecte de sociétés cotées par acquisition de blocs de titres, telles qu'elles sont décrites avec précision à l'article 7, assez semblablement aux textes français.

12. Le contrôle dont l'acquisition déclenche l'obligation de présenter une offre totale est présumé acquis lorsqu'une personne physique ou morale atteint, seule ou avec d'autres personnes avec lesquelles elle agit de concert, **30 % des droits de vote**, les différents paliers de participations significatives prévus jusqu'à présent pour déclencher l'obligation étant supprimés.

Le contrôle est encore présumé être détenu par celui qui, disposant d'une participation inférieure à ce seuil de 30 %, désigne néanmoins, dans les 24 mois de l'acquisition de la participation (*art. 4-1. b) RD*), un nombre de conseillers qui, ajoutés à ceux qu'il pouvait avoir déjà désignés, représente plus de la moitié des membres de l'organe d'administration de la société.

13. Pour tenir compte de la suppression du seuil de 50 % déclenchant l'obligation, et du remplacement des paliers par un seuil unique fixé à 30 %, le facteur déclenchant est l'acquisition, et non la simple détention, mais l'offre sera néanmoins due par ceux qui, à la date d'entrée en vigueur de la loi, détenaient entre 30 % et 50 % des droits de vote, et qui, après cette date, augmentent leur participation de 5 % sur une période de 12 mois, ou atteignent 50 % sans limite de temps, ou encore, désignent plus de la moitié des membres de l'organe d'administration de la société.

14. L'autorité de marché, la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*<sup>9</sup>, à la demande de l'intéressé, devra cependant dispenser de l'obligation lorsque la participation qui la déclenche est atteinte alors qu'une autre personne, seule ou de concert avec d'autres, détient un pourcentage de vote égal ou supérieur à celui de la personne tenue de présenter l'offre, la dispense étant subordonnée à la condition que la participation de cette autre personne ne soit pas ensuite réduite en deçà de celle du bénéficiaire de la dispense et que ce dernier ne désigne pas plus de la moitié des membres de l'organe d'administration de la société (*art. 4-2 RD*).

---

<sup>9</sup> CNMV, équivalent de l'AMF ; l'Espagne n'a pas connu la situation française révolue de partage de compétences entre CBV et COB.

15. L'article 8 du décret royal du 27 juillet 2007 détaille les **hypothèses dans lesquelles la prise du contrôle, au sens précisé ci-dessus, n'entraîne pas l'obligation de présenter une offre publique.**

On y relève celle où les titulaires de titres de la société consentent, à l'unanimité, à céder tout ou partie de leurs actions ou autres titres donnant accès aux droits de vote, ou renoncent à la cession de leurs titres suivant le régime de l'offre publique d'acquisition, à condition qu'ils décident simultanément la radiation de la cote.

L'obligation n'est pas non plus due en cas d'acquisition gratuite, qu'elle soit *mortis causa* ou entre vifs, mais, dans ce dernier cas, à la condition que le donataire n'ait pas, dans les 12 mois précédents, acquis d'actions ou de titres pouvant y donner accès, et qu'il ne conclue pas de pacte avec le donateur.

L'offre publique ne sera pas davantage due lorsque le contrôle est obtenu au terme d'une offre publique volontaire visant tous les titres de la société, si elle a été formulée à un prix équitable, ou si elle a été acceptée par les destinataires de l'offre représentant au moins 50 % des droits de vote, non compris ceux qui étaient déjà détenus par l'initiateur ou par des actionnaires ayant conclu un pacte avec lui.

## 2° Les conséquences sur le prix d'offre : à la recherche du prix équitable

16. La question du prix dans les offres publiques met en concours deux idées antagonistes qu'il s'agit de concilier : le principe de liberté de fixation par l'initiateur, et la nécessité de rendre efficiente l'obligation de présenter une offre.

17. **Lorsque l'offre est volontaire et son acceptation facultative**, le juste prix devrait être assuré par le marché, et il importe peu dès lors que l'initiateur soit tenu de suivre quelque critère que ce soit pour la détermination du prix d'offre : que celui-ci soit insuffisant, et sa sanction sera l'échec de l'offre publique.

Le droit espagnol en tire toutes les conséquences, en ne fixant, pour ce type d'offres, aucun critère de détermination du prix, ni aucune obligation de présenter la méthode utilisée pour sa détermination<sup>10</sup>, là où en droit français l'initiateur doit s'expliquer sur les raisons de son choix<sup>11</sup>.

## 18. L'offre obligatoire exige au contraire qu'une attention particulière soit accordée à la question du prix afin de rendre efficiente l'obligation.

On peut dire que l'idée d'offre publique obligatoire s'articule autour de celle de modification du « contrat d'investissement » auquel ont adhéré les minoritaires. La modification intervient sans leur consentement, essentiellement en conséquence, soit d'un transfert du contrôle, soit de modifications sociales significatives, soit encore de la perte de liquidité des titres.

Dans ce dernier cas, le droit espagnol imposait déjà des critères à l'initiateur pour la fixation du prix de son offre d'exclusion due en conséquence de l'exclusion de la cote des titres de la cible (*art. 7-3 du décret royal 1197/1991 du 26 juillet 1991*). Mais en cas de transfert du contrôle, **l'offre obligatoire n'était assortie d'aucune disposition dérogatoire relative à la fixation du prix d'offre**, pour la simple raison que l'offre était imposée *a priori*, comme seule technique admise pour toute acquisition permettant d'atteindre les seuils pertinents de participation fixés par les textes.

---

<sup>10</sup> Le décret royal précise expressément en son article 13-5 : « *Les offres volontaires n'auront pas à être formulées au prix équitable* ».

<sup>11</sup> Depuis longtemps déjà, cf. *décision générale CBV n° 92-10 du 1er oct. 1992 avis SBF n° 92-2635 du 8 oct. 1992 ; anc. art. 5-2-5 4ème tiret du Règl. gén. CBV ; anc. arts. 7 et 15 Règl. COB 89-03*. Le prix est même parfois imposé en droit français pour des offres volontaires (cf. *Règl. gén. AMF, art. 233-3*, pour la procédure simplifiée mise en œuvre par un initiateur qui possède déjà au moins 50 % des titres de la cible, offre dite « de fermeture »).

L'initiateur n'était obligé que par ses intentions, il était « l'otage » de ses objectifs. Il jouissait dès lors d'une liberté absolue pour fixer son prix d'offre obligatoire, la pertinence de celui-ci décidant du sort de son projet. Que l'offre obligatoire échoue, le prix étant insuffisant, et les situations objectives qui appelaient protection et justifiaient l'interventionnisme n'auront existé que dans l'esprit de l'initiateur, cependant qu'elles auront donné effectivement lieu à une procédure d'offre publique obligatoire.

**19. Mais ce système ne pouvait plus être maintenu après l'adoption de l'offre obligatoire a posteriori par la loi de réforme du 12 avril 2007**, car l'initiateur, son objectif atteint, s'exonérerait de son obligation s'il pouvait s'assurer de l'échec de son offre obligatoire subséquente, et la liberté de fixation du prix entraînerait une désaffectation de cette dernière, rendant la mesure impropre à protéger, comme elle le prétend, les intérêts des minoritaires.

C'est pourquoi la loi de réforme du 12 avril 2007 a introduit des règles impératives de fixation du prix. **Le prix d'offre obligatoire doit désormais être « équitable »**. Pour l'être, il doit « au moins » être égal au prix le plus élevé que l'initiateur ou les personnes qui agissent de concert avec lui ont payé pour les mêmes titres au cours des 12 mois précédant l'offre (*nouvel art. 60-1. d) LMV et art. 9-1 RD*).

Comme en droit français (*C. mon. fin., art. L. 433-3, I al. 2*), le prix le plus élevé est donc seulement retenu comme plancher, quand la directive le retenait comme prix de l'offre obligatoire <sup>12</sup>.

Dans l'hypothèse où il n'y aurait pas eu d'acquisition dans ce délai (l'on songe par exemple à la conclusion d'un pacte d'actionnaires qui, sans acquisition d'actions nouvelles, permettrait d'atteindre le seuil des 30 % ; ou encore à l'offre déclenchée par la désignation de membres de l'organe d'administration de la société), le prix d'offre obligatoire sera fixé (*art. 9-3. RD*) conformément aux règles applicables aux offres d'exclusion (*cf. art. 10-5 RD 1066/2007 du 28 juill. 2007, et anc. art. 7 RD 1197/1991 du 26 juillet 1991*) qui exigent de l'initiateur un rapport d'évaluation basé sur un certain nombre de méthodes : valeur théorique comptable de la société, cours moyen des titres au cours du semestre précédent... qui devront être pondérées <sup>13</sup>.

Par décision motivée, qu'elle devra publier sur son site Web, la CNMV pourra modifier le prix calculé en application des méthodes préconisées, dans les hypothèses visées à l'article 9-4 du décret royal du 27 juillet 2007, et notamment lorsque le cours des titres, pendant la période de référence, a été affecté par le paiement de dividendes, une opération sociétale ou un événement extraordinaire qui permette de réaliser une correction objective du prix équitable, ou en présence d'indices raisonnables de manipulation des cours.

## **B. L'introduction de la contrainte sur les actionnaires minoritaires de la cible : la vente forcée**

20. Si la contrainte exercée sur l'initiateur, déjà existante dans l'état du droit antérieur à la réforme, n'a été que renforcée, celle qui s'applique aux destinataires de l'offre était jusqu'à présent totalement ignorée du droit espagnol.

Se rapprochant du système français, la réforme a désormais introduit dans le droit espagnol des offres publiques le principe de la vente forcée auquel il avait résisté (1°), en l'assortissant néanmoins d'un *bémol* qui la différencie notablement du retrait obligatoire français (2°).

### **1° L'admission des ventes forcées : le squeeze out à l'espagnole**

---

<sup>12</sup> *Dir.*, art. 5-4 : « Est considéré comme prix équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant... ». V. H. de Vauplane, *Transposition de la directive OPA : bouleversement ou continuité ?*, *Revue Banque* 2005, n° 674, p. 93.

<sup>13</sup> V. P. Alfredo, *La fixation du prix d'offre publique, de l'offre d'exclusion espagnole à l'offre de retrait française*, *Rev. soc. janv. mars 1997*, p. 67 ; *El precio ofrecido en la oferta de exclusión*, *Revista de Derecho Mercantil*, juill. sept. 2000, n° 237, p. 1211.

21. L'Espagne ne s'était pas résolue à autoriser la dépossession des actionnaires minoritaires de la cible, aussi minoritaires qu'ils fussent.

Certes, l'offre d'exclusion, proche de l'offre de retrait française liée à la détention d'au moins 95 % des droits de vote, était déjà réglementée, constituant un cas particulier d'offre obligatoire. Mais, en premier lieu, les minoritaires ne pouvaient jamais, comme ils le peuvent en droit français, réclamer qu'une offre leur soit adressée pour l'achat de leurs titres, l'offre ne pouvant, avant la réforme 2007, être imposée qu'à l'initiative, d'office, de la CNMV, qui ne pouvait elle-même le décider que lorsque la société avait décidé en assemblée générale l'exclusion de la cote de ses titres ou de certains d'entre eux seulement, et que cette exclusion pouvait léser les intérêts légitimes des actionnaires.

Mais surtout, mise en œuvre, l'offre d'exclusion laissait entièrement libres ses destinataires de la refuser, et en ce cas, elle ne pouvait pas être suivie d'un retrait obligatoire tel que celui admis en France dès 1993, permettant au majoritaire, à l'issue d'une offre publique de retrait en cas de détention d'au moins 95 % des droits de vote<sup>14</sup>, de se voir « transférer » les titres non présentés par les actionnaires minoritaires moyennant « indemnisation » de ces derniers.

22. La loi française du 31 décembre 1993, qui a introduit ce mécanisme, avait fait grand bruit. On avait parlé de « squeeze out à la française » et d'« expropriation pour cause d'utilité privée »<sup>15</sup>.

Il est vrai que l'offre obligatoire elle-même heurtait déjà le principe de l'autonomie contractuelle jusque dans ses fondements, le libre échange des consentements. Mais le retrait obligatoire ignore jusqu'au contrat lui-même, en ce qu'il dépossède sans souci du moindre échange des consentements : il n'y a plus ni offre, ni acceptation<sup>16</sup>.

Au contraire de la contrainte sur l'initiateur, celle dirigée vers l'actionnaire ne résulte en outre d'aucun comportement préalable à lui imputable. Du point de vue du droit des obligations, il y a rupture unilatérale d'un contrat à durée déterminée (le contrat de société), sans que ne soient invoqués, ni fait du contractant, ni cas de force majeure. Du point de vue du droit réel, il y a expropriation.

23. **Le temps est néanmoins venu du squeeze out à l'espagnole.** L'Espagne a fini par s'y conformer. La loi de réforme adopte en effet le double mécanisme, autorisant à la fois les minoritaires à exiger l'achat de leurs titres par le majoritaire, et ce dernier à exiger la vente de leurs titres par les minoritaires. *Sell out* et *squeeze out*.

Pour le retrait obligatoire, qui constitue une rupture radicale avec la réglementation antérieure, le droit français retient les termes de « transfert » des titres des minoritaires, et d'« indemnisation », car à ce stade, il n'y a plus offre de contrat, ni acquisition, ni prix, le retrait obligatoire, si même il doit nécessairement lui succéder, n'est pas une offre publique<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Depuis la loi française n° 2006-387 du 31 mars 2007 de transposition de la directive OPA (*C. mon. fin., art. L. 433-4, III*), le retrait obligatoire peut désormais désormais suivre directement la clôture de « toute » offre publique, alors qu'auparavant il devait nécessairement succéder à une offre de retrait liée à la détention d'au moins 95 % des droits de vote, en sorte qu'un contrôleur qui ne possédait pas au moins 95 % des droits de vote et qui réalisait une offre de retrait (par exemple en cas de transformation en commandite, ou de modification des statuts) à la suite de laquelle il obtenait cette participation, pouvait alors présenter une nouvelle offre de retrait liée à la détention d'au moins 95 % des droits de vote, à l'issue de laquelle, seulement, il pouvait procéder au retrait obligatoire. Une « offre gigogne » en somme.

<sup>15</sup> A. de Foucaud et A. Goix, *Le squeeze out à la française, Banque et droit*, n° 40, mars-avr. 1995, p. 15. V. aussi A. Viandier, *Le retrait obligatoire : à propos de l'affaire Sogénal*, RJDA, 1995, p. 646, Bull. Joly Bourse, sept.-oct. 1995 § 67, p. 395.

<sup>16</sup> Le professeur Jean Marc Mousseron enseignait que « la solution du « contrat forcé » est inadmissible en raison du principe de la liberté contractuelle et de la nécessité qui en découle d'un consentement dont la première qualité est d'être libre » (*Technique contractuelle, Lefèbre, 1ère éd., n° 43*).

Mais, au contraire de la loi française, l'article 60 *quater* introduit dans la loi sur le marché des valeurs par l'article 8 de la loi espagnole du 12 avril 2007 a choisi de maintenir la terminologie et la technique contractualistes. Le texte est intitulé « *achats-ventes forcés* », et il est question d'« *offrant* »<sup>18</sup> (*oferente*) qui pourra exiger des minoritaires qu'ils lui « *vendent* » leurs titres, ou de minoritaires qui pourront exiger de l'initiateur « *l'achat* » de leurs titres à un « *prix* » équitable.

24. L'article 47-2 du décret royal du 27 juillet 2007 déclare équitable le prix « *correspondant à la contreprestation de l'offre publique* », ce qui règle aussi simplement que possible la question de sa détermination, mais offre moins de souplesse que le système français qui autorise aussi le recours à la méthode d'évaluation dite « *multicritères pondérée* », permettant de retenir, sinon un prix moindre, du moins un prix supérieur à celui de l'offre préalable au retrait obligatoire (*C. mon. fin.*, art. L. 433-4).

## 2° Le *bémol* espagnol : l'option « double seuil »

25. Les deux contraintes nouvelles et réciproques introduites par la réforme espagnole naissent simultanément lorsque, à la suite d'une offre publique d'acquisition totale, **l'initiateur détiendra des titres représentant au moins 90 % du capital avec droit de vote, et que son offre aura été acceptée par les titulaires de titres qui représentent au moins 90 % des droits de vote autres que ceux que détenait déjà l'initiateur.** La vente forcée peut alors être exigée par l'une ou l'autre des parties dans les trois mois suivant la fin du délai d'acceptation mais, pour l'être par l'initiateur, il doit avoir annoncé son intention lors du dépôt du projet d'offre.

L'article 14 de la directive OPA offrait une option aux États membres, qui pouvaient imposer le retrait obligatoire, soit lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote et 90 % des droits de vote de la société visée (autorisant cependant dans ce cas les États membres, comme en droit français, à élever ce seuil, sans pouvoir dépasser 95 %), soit lorsque, à la suite de l'acceptation de l'offre, l'offrant a acquis des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote de la société visée **et 90 % des droits de vote faisant l'objet de l'offre.**

**Contrairement au français, le droit espagnol a opté pour le double seuil** autorisé par la deuxième branche de l'option offerte par la directive. Il ne suffit donc pas que les minoritaires représentent une part dérisoire des droits de vote, encore faut-il qu'une très grande majorité d'entre eux aient accepté de sortir, pour que le majoritaire puisse, par la contrainte, se voir transférer le reliquat.

26. Cette option, manifestement plus protectrice des droits des minoritaires, prive la mesure de l'effet « *mécanique* » qu'elle a en droit français lorsque l'initiateur dispose *ex ante* d'une participation élevée.

Autrement dit, l'initiateur soumis au droit français qui détiendrait 95 % des droits de vote serait assuré de l'éviction des minoritaires récalcitrants, quand le succès du même projet de l'initiateur soumis au droit espagnol serait encore subordonné à l'acceptation de l'offre préalable, à hauteur de 90 % des titres visés, par les actionnaires minoritaires qui en sont destinataires. A défaut de remplir cette deuxième condition, et aussi élevée que puisse être la participation obtenue par le contrôlaire, il ne pourra pas évincer le ou les minoritaires qui refuseraient de « *céder* » leurs titres.

## 2. La régulation des comportements : neutraliser la défense

27. L'Espagne attend de sa réforme une augmentation significative des offres publiques sur ses marchés financiers. Ce n'est pas tant en raison de la nouvelle conception des offres publiques adoptée par le droit

<sup>17</sup> Th. Bonneau et F. Drummond (*Droit des marchés financiers, Economica, 2<sup>ème</sup> éd., n° 738*) le présentent comme étant « *uniquement l'accessoire des offres de retrait [désormais de toute offre publique]...* » ; V. aussi, Th. Bonneau, *La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, JCP. éd. G. 2006, I, 134, p. 939, n° 20.*

<sup>18</sup> Terme employé par la directive OPA pour désigner l'initiateur (cf. not. les définitions de l'art. 2).

espagnol, qui, malgré des aspects favorables à l'initiateur, comme l'admission des ventes forcées, accumule plutôt les obstacles en faveur des minoritaires (renforcement de l'offre publique totale, définition du contrôle déclenchant l'offre obligatoire à un seuil plus bas que le français, option du double seuil pour le retrait obligatoire...); mais c'est que la protection légitime des minoritaires, qui s'inscrit sans ambiguïté dans le cadre non seulement autorisé mais souhaité par la directive <sup>19</sup>, n'a pas été le prétexte à contourner l'objectif de cette dernière consistant à renforcer la libre négociation des titres à l'échelle de l'Union européenne en facilitant les procédures d'offres publiques <sup>20</sup>. Il s'agissait en conséquence de favoriser la prise de contrôle en désactivant les mécanismes de défense, qu'ils soient préventifs (A) ou réactifs (B).

## A. Les défenses préventives : transparence et neutralisation

28. Avant l'offre, l'impératif de transparence obligera à dévoiler les mesures adoptées qui pourraient s'opposer à une prise du contrôle de la société au moyen d'une offre publique inamicale (1°). Après le dépôt de l'offre, les textes s'appliquent à les neutraliser (2°).

### 1° Avant l'offre, l'impératif de transparence

29. Il n'y a plus guère de moyen préventif de défense à une offre publique hostile qui puisse échapper à sa révélation. La clarté et la transparence figurent parmi les objectifs de la directive dont l'article 10 détaille les éléments sujets à publication.

L'article 14 de la loi espagnole de réforme introduit en conséquence dans la loi sur le marché des valeurs un article 116 *bis* qui en reprend l'essentiel en détaillant l'information additionnelle à inclure dans le rapport annuel de gestion présenté à l'assemblée générale annuelle des actionnaires par l'organe de direction.

Sont visés la structure du capital, les restrictions au transfert des titres, les pactes extra-statutaires, les règles applicables à la désignation et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts, les pouvoirs des membres du conseil d'administration, en particulier concernant le pouvoir d'émettre ou de racheter des titres, les accords importants auxquels la société est partie et qui prennent effet, sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société à la suite d'une offre publique d'acquisition, ainsi que leurs effets, sauf lorsque leur nature est telle que leur divulgation porterait sérieusement préjudice à la société et qu'ils ne sont pas visés par une obligation légale de publication, les accords entre la société et les membres de son organe d'administration et de direction ou ses salariés qui prévoient des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur contrat de travail prend fin en raison d'une offre publique d'acquisition.

Il s'agit de permettre à tout éventuel initiateur de disposer d'une information aussi complète que possible pour apprécier à la fois les conditions, et les conséquences d'une prise de contrôle de la société cible.

30. La loi française <sup>21</sup> a permis aux auteurs du rapport un « *regard sélectif* », en n'exigeant la mention des mesures préventives que lorsqu'elles « *sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique* », ce

<sup>19</sup> L'exposé des motifs de la directive OPA insiste clairement sur ce point : « ... il est nécessaire de coordonner... certaines garanties que les États membres exigent, pour protéger les intérêts tant des associés... » (1er considérant) ; « Il est nécessaire de protéger les intérêts des détenteurs de titres... » (2ème considérant) ; « Il convient que les États membres prennent les mesures nécessaires pour la protection des détenteurs de titres, et en particulier ceux possédant des participations minoritaires... » (9ème considérant) ; « Étant donné que les objectifs de l'action envisagée, à savoir... garantir un niveau de protection adéquat des détenteurs de titres dans toute la Communauté... » (25ème considérant).

<sup>20</sup> V. G. Guerra Martín, *La transposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAS (El Proyecto de Ley de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, Revista de Derecho de Sociedades 2007, 2 (27), p. 161.*

<sup>21</sup> C. com., nouvel art. L. 225-100-3 tel qu'il résulte de l'art. 6 de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 de transposition de la directive OPA.



qui accroît « *la difficulté et les jeux complexes que se livreront les dirigeants de sociétés cotées pour opérer le départ entre ce qui doit être divulgué et ce qui peut demeurer occulte* »<sup>22</sup>.

Si cette condition a été ajoutée au texte communautaire, l'on peut néanmoins considérer qu'elle obéit à son esprit ; mais, la loi espagnole n'ayant pas pris semblable précaution, les dirigeants espagnols ne seront pas autorisés à opérer une sélection entre les éléments sujets à information sur le critère de leur incidence en cas d'offre publique.

Bien plus, alors qu'en ce qui concerne les pactes extra-statutaires, le point g) de l'article 10 de la directive ne soumet à information que ceux qui « *sont connus de la société et peuvent entraîner des restrictions au transfert de titres* », ces conditions ne sont pas reprises par le texte espagnol qui vise, sans autre précision, et par conséquent sans exclusive aucune, les « *pactes extra-statutaires* ». Tout pacte devra dès lors faire l'objet d'une mention au rapport, indépendamment de la portée de ses clauses, mais il pourrait en résulter en outre une obligation de recherche des pactes existants pesant sur l'organe d'administration de la société.

31. On notera enfin que si la loi française fait porter dans le rapport de gestion lui-même à la fois l'exposé et les explications, « *le cas échéant* », de ces éléments, le texte espagnol exige, outre la mention dans le rapport de gestion, un « *rapport explicatif annuel* » qui leur soit spécialement consacré.

## **2° En cours d'offre, la neutralisation des mécanismes existants**

32. La directive, fruit de longues années de discussions et de nombreux compromis, n'est pas allée au terme de sa logique qui aurait voulu neutraliser les mesures préventives anti-OPA en cours d'offre ainsi que lors de la première assemblée générale des actionnaires de la cible suivant la clôture de l'offre<sup>23</sup>.

La neutralisation des mécanismes de protection existants (pré-OPA), notamment des restrictions statutaires ou conventionnelles au transfert des titres visés ainsi qu'à l'exercice des droits de vote des actionnaires destinataires de l'offre ou acquis par l'initiateur, ou à la nomination ou la révocation des dirigeants, est envisagée par l'article 11 de la directive.

Mais aussitôt, l'article 12 permet aux États membres de se réserver le droit de ne pas imposer d'appliquer l'article 11, les sociétés devant demeurer néanmoins libres de faire une application volontaire de ces dispositions, leur choix étant réversible. Certains auteurs ont vu là le moyen, après l'échec d'une harmonisation verticale forcée, de permettre une « *harmonisation horizontale engendrée par les forces du marché* »<sup>24</sup>. Il en résulte néanmoins des droits nationaux très divers et un système optionnel relativement complexe.

33. Pour les défenses de l'article 11 de la directive, le droit français retient un système mixte, rendant inopposables de droit à l'initiateur, sauf lorsqu'elles résultent d'une obligation législative, les restrictions statutaires au transfert d'actions, alors que seuls les statuts de la société pourront lui déclarer inopposables les clauses des conventions conclues après le 21 avril 2004<sup>25</sup>, date de la directive OPA.

---

<sup>22</sup> J.-M. Moulin, *La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la Directive OPA du 21 avr. 2004*, JCP éd. E., n° 17, 27 avr. 2006, 1651, p. 759, n° 10.

<sup>23</sup> Selon l'avis du Comité Économique et Social Européen (CESE) du 14 mai 2003, il s'agissait d'aboutir à « *la suppression de tous obstacles aux OPA transfrontalières dans l'Union européenne* » et à « *l'élimination progressive de tous les moyens de défense* ».

<sup>24</sup> En raison de l'intérêt pour le positionnement d'une entreprise sur le marché d'appartenir ou non au « *club* » des pays ayant choisi d'imposer la neutralisation. A. Pietrancosta et A. Maréchal, *Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité »* ; *Lexbase hebdo*, n° 189, 10 nov. 2005 ; *Bull. Joly Bourse*, nov. déc. 2005.

<sup>25</sup> Qu'elles affectent le transfert d'actions (*C. com.*, art. L. 233-35), l'exercice des droits de vote (*C. com.*, arts. L. 233-36, L. 233-37 et L. 233-38), ou les droits extraordinaires de nomination ou révocation des dirigeants ou des membres

34. La loi espagnole consacre également la primauté de l'assemblée générale des actionnaires.

Aux termes du nouvel article 60 *ter* de la loi sur le marché des valeurs, et de l'article 29 du décret royal 1066/2007 du 28 juillet 2007, il lui appartiendra en effet de décider de l'application ou non de la neutralisation des défenses pré-OPA, qu'elles concernent le transfert des titres ou l'exercice des droits de vote.

L'assemblée générale pourra ainsi, par une délibération qu'elle pourra ensuite révoquer à tout moment, décider de neutraliser, pendant la période d'offre, les restrictions au transfert des titres stipulées dans les pactes extra-statutaires ; les restrictions au droit de vote aux assemblées générales appelées à statuer sur d'éventuelles mesures de défense en cours d'offre (*cf. infra* B.) prévues par les statuts ou les pactes extra-statutaires ; les restrictions au transfert et à l'exercice du droit de vote lorsque, après une offre publique d'acquisition, l'initiateur aura atteint 75 % du capital avec droit de vote.

Les pactes étant en toute hypothèse inopposables à la société comme aux tiers, la mesure revient à les priver d'effet *inter partes*, en sorte que non seulement les parts pourront-elles être valablement cédées en dépit de la convention ainsi « désactivée », mais en outre les contractants ne pourront-ils pas en faire grief au cédant.

35. Pour fixer les conditions de vote de l'assemblée générale la loi renvoie au texte du droit commun relatif à la modification des statuts sociaux. Mais la loi espagnole n'exige la majorité qualifiée des deux tiers que sur deuxième convocation, et lorsque les actionnaires présents ou représentés représentent moins de 50 % du capital assorti du droit de vote (le *quorum* sur deuxième convocation étant fixé à 25 %), les modifications statutaires étant dès lors adoptées à la majorité absolue des voix présentes ou représentées, soit sur première convocation si le *quorum* de 50 % est atteint, soit sur deuxième convocation si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins 50 % du capital assorti du droit de vote <sup>26</sup>.

36. L'assemblée générale qui décide la neutralisation de ces mesures devra prévoir une indemnisation équitable des pertes subies par les détenteurs des droits ainsi supprimés, les statuts devant alors préciser la forme de son paiement, la compensation arrêtée et la méthode employée pour la déterminer (*art. 29-4 RD*).

37. Par ailleurs, conformément à l'article 8-3 de la directive, le nouvel article 60 *bis* de la loi sur le marché des valeurs, qui limite les pouvoirs de l'organe d'administration de la cible (*cf. infra* B. 1°), prévoit que les mesures qui auraient été adoptées avant l'avis d'offre publique, mais qui n'auraient pas encore été totalement ou partiellement mises en œuvre, devront être approuvées ou confirmées par l'assemblée générale lorsqu'elles ne s'inscrivent pas dans le cours normal des activités de la société et que leur mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

## **B. Les défenses réactives : la libre concurrence, garantie des intérêts des actionnaires**

38. Les défenses post-OPA ont subi un traitement comparable en ce que l'on a entendu les interdire (1°) ou les encourager (2°) selon qu'elles favorisent ou non la libre compétition en cours d'offre, considérée comme la garantie des intérêts des actionnaires de la cible destinataires d'offres dont ils devraient être les seuls arbitres.

### **1° Interdire la défense : l'obligation de passivité des dirigeants de la cible**

---

des organes de surveillance (*C. com.*, *art. L. 233-39*). Pour une présentation synthétique de la loi française de transposition, V. G. Notté, *Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition*, *JCP. éd. E.*, n° 16 du 20 avr. 2006, 187, p. 699.

<sup>26</sup> Art. 103 de la loi sur les sociétés anonymes (*LSA*), texte consolidé résultant du décret royal législatif 1564/1989 du 22 décembre 1989, *BOE* du même jour.

39. La méfiance à l'égard des dirigeants de la cible, suspectés de poursuivre en période d'offre publique un intérêt propre, opposé à celui des actionnaires, centré sur leur maintien aux affaires au mépris d'une appréciation sereine de l'intérêt de l'offre pour la société, a conduit à les priver de toute initiative qui n'ait pas expressément reçu l'aval des actionnaires après que ces derniers aient été informés des termes de l'offre.

Cette mesure, traitée par l'article 9 de la directive, a pourtant été, comme celles de l'article 11 consacré aux mesures préventives, laissée à la discrétion des États membres, qui étaient libres d'en dispenser les sociétés relevant de leur droit.

Contrairement aux dispositions relatives à la neutralisation des mécanismes existants, l'obligation de passivité de l'organe de direction de la cible a néanmoins été retenue par la loi espagnole comme par la française.

40. À compter de l'avis d'offre publique (*art. 28-1 RD*) **les organes d'administration et de direction de la cible, comme ceux des sociétés de son groupe, devront obtenir l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires avant d'entreprendre toute action qui soit susceptible d'empêcher le succès de l'offre**, et en particulier avant d'engager toute émission de valeurs qui puisse empêcher l'initiateur d'obtenir le contrôle de la cible (*nouvel art. 60 bis LMV*).

Bien que le droit espagnol ne distingue pas les sociétés anonymes selon leur mode d'administration, n'ayant pas reconnu la forme à directoire et conseil de surveillance, la loi applique la même interdiction au « conseil de contrôle » des sociétés disposant d'un système d'administration « dual », visant ainsi les sociétés d'autres pays membres soumises au droit espagnol des offres publiques, étant précisé que le droit français applique également la mesure aux membres du conseil de surveillance.

Le décret royal 1066/2007 du 27 juillet 2007 a complété le texte légal par un long article 28 qui précise les mesures spécialement interdites aux organes d'administration de la cible. On retient, d'une lecture *a contrario*, qu'ils sont admis à intervenir sur les titres de la cible, ou encore à aliéner, grever de garanties ou louer les immeubles ou les autres actifs sociaux, dans la mesure où ces interventions ne sont pas de nature à compromettre le succès de l'offre.

## 2° Encourager la concurrence : le « chevalier blanc » et la clause de réciprocité

41. Il ne s'agit cependant pas de favoriser l'initiateur dans sa lutte contre les dirigeants de la cible, mais seulement d'empêcher ces derniers de faire échouer une offre que les actionnaires auraient souhaité voir prospérer.

C'est pourquoi **l'organe d'administration demeure libre d'agir en défense sans l'accord de l'assemblée générale s'il entend seulement rechercher une ou des offres concurrentes**, par hypothèse plus favorables aux actionnaires que l'offre initiale. Aussi, de toutes les défenses classiques anti-OPA, seule la recherche du « chevalier blanc » trouve-t-elle grâce aux yeux du législateur, qu'il soit communautaire (*dir. art. 9-2*), français (*C. com., art. L. 232-32, I*) ou espagnol (*art. 60 bis-1 LMV*).

42. Le principe d'égalité entre les concurrents devra cependant être respecté, notamment quant à l'information non publique qui pourrait être délivrée par la société cible au « chevalier blanc » (*art. 28-3-a et 46 RD*) et qui devra en conséquence être pareillement fournie à tous les autres initiateurs.

43. L'obligation de passivité peut également cesser en vertu de **la clause de réciprocité**. L'interdiction posée par l'article 60 bis de la loi sur le marché des valeurs pourra en effet être écartée en présence d'« une offre » formulée par une entité qui n'a pas son domicile social en Espagne et qui n'est pas soumise à la même interdiction. Les termes « une offre » permettent d'englober l'hypothèse où, en cas d'offres concurrentes multiples, un seul des initiateurs ne serait pas « vertueux »<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> Sur le débat né en France à ce sujet, les dirigeants de la cible pouvant susciter l'offre concurrente d'une société étrangère non soumise à l'interdiction à seule fin d'évader l'obligation de passivité, V. J.-M. Moulin, *art. cit.*, p. 761, n° 24.

Cependant, les mesures mises en œuvre par l'organe d'administration de la cible en conséquence de cette disposition doivent l'être en exécution de délégations qu'il doit nécessairement avoir reçues de l'assemblée générale au plus tard 18 mois avant le début de l'offre (*art. 60 bis-2 al. 2 LMV*).

44. La clause de réciprocité retenue par la directive, également admise pour la neutralisation des mesures défensives pré-OPA (*dir. art. 11*), comporte un doute interprétatif qui acquiert ici une acuité particulière. Les mesures de l'article 11 ont en effet été, pour l'essentiel, laissées à la libre appréciation des sociétés, quand celle de l'article 9 a été au contraire imposée par les lois de transposition française comme espagnole alors même que l'article 12 de la directive autorisait également qu'elle soit optionnelle.

Or, il n'est pas certain que la directive ait permis le recours à la clause de réciprocité dans les hypothèses où le droit national de transposition opte pour la contrainte, son usage paraissant n'avoir été réservé qu'aux seules hypothèses où les mécanismes de neutralisation des moyens de défense prévus aux articles 9 (défenses réactives) ou 11 (défenses préventives) seraient optionnels pour la société cible <sup>28</sup>.

\*\*\*\*\*

## Conclusion

45. Adoption du système d'offre publique obligatoire *a posteriori*, imposition du prix d'offre, suppression de l'offre publique obligatoire partielle, *squeeze out* et *sell out* forment un bouquet de mesures qui dessine une physionomie nouvelle du droit espagnol des offres publiques d'acquisition, offrant une plus grande place à l'interventionnisme, pour servir... un modèle capitaliste libéral.

Au-delà de la réponse à l'injonction communautaire, l'Espagne a souhaité moderniser son droit des offres publiques pour favoriser le recours à cette technique d'acquisition du contrôle. Si elle a imposé dans ce but des contraintes en termes de transparence et de neutralisation des défenses anti-OPA, elle n'a pourtant pas retenu des mesures proposées par la directive, sans être néanmoins imposées aux États membres, qui auraient permis la neutralisation de droit des mesures préventives de protection.

Ce faisant, elle consacre à cet égard, dans un geste protectionniste partagé par son voisin français, la souveraineté de l'assemblée générale des « proies » nationales, aux dépens d'une plus grande ouverture internationale de ses marchés que, paradoxalement, elle souhaiterait aussi favoriser. Comment prendre ce que l'on convoite, sans lâcher ce que l'on tient ?

---

<sup>28</sup> V. A. Pietrancosta et A. Maréchal, *art. cit.* ; *contra* : J.-M. Moulin, *art. cit.*, p. 760, n° 19, qui fait valoir la *ratio legis* et l'opportunité économique contre l'analyse littérale de l'article 12 de la directive.