

UNIVERSITÉ PARIS II PANTHÉON-ASSAS

**DÉFENSES ANTI-OPA ET INTÉRÊT SOCIAL EN
DROIT FRANÇAIS ET EN DROIT AMÉRICAIN**

Vincent LANGENBACH

Mémoire d'admission, sous la direction de Madame Nancy Marchand
et Monsieur le Professeur Michel Germain

Magistère Juriste d'Affaires-DJCE
Master 2 Professionnel Juriste d'Affaires

Mai 2014

L'Université Panthéon-Assas (Paris II) Droit - Économie - Sciences sociales n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

SOMMAIRE

Introduction	4
1) Les OPA et les défenses anti-OPA	5
2) L'intérêt social	11
3) L'intérêt social dans la législation OPA	25
* * *	
I. L'intérêt social dans l'adoption des défenses anti-OPA : La compétence des organes d'administration et de direction	30
<u>A. Un principe américain traditionnel</u>	<u>30</u>
<u>B. Un principe français nouveau</u>	<u>38</u>
II. L'intérêt social dans la détermination des défenses anti-OPA	56
<u>A. L'intérêt social, "boussole" des défenses anti-OPA</u>	<u>56</u>
1) La prise en compte d'un intérêt social élargi dans l'adoption des mesures	57
2) Les mécanismes structurels permettant la prise en compte d'un intérêt social élargi	67
<u>B. L'intérêt social, limite des défenses anti-OPA</u>	<u>85</u>
1) L'insertion des défenses anti-OPA dans des limites raisonnables.....	85
2) L'engagement de la responsabilité des organes de la société française éclairé par le droit américain	94
 BIBLIOGRAPHIE	 105
PLAN DÉTAILLÉ	122

INTRODUCTION

1.- L'actualité. Dans les premiers mois de l'année 2014, le retour des offres publiques d'acquisition se fait médiatique et politique. Le Ministre français de l'Économie, du Redressement productif et du Numérique s'insurge contre une possible prise de contrôle de la société Alstom par l'américain General Electric ¹ et publie un décret relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable². Dans le même temps et dans le secteur pharmaceutique, le groupe américain Pfizer lance une offre publique sur le britannique AstraZeneca, dont le conseil d'administration décide le rejet. Le résultat de l'offre est désormais incertain, dans un contexte marqué par les prises de position des pouvoirs publics tant britanniques (inquiétés par les licenciements qui serait effectués au Royaume-Uni suite à l'offre)³ qu'américains (inquiétés par un départ d'AstraZeneca du territoire américain, notamment au regard de la fiscalité)⁴.

Ces propos introductifs illustrent un caractère "anxiogène" des offres publiques d'acquisition. En effet, depuis leur naissance dans les années 1950 et leur fort développement dans les années 1970 et 1980, en premier lieu aux États-Unis⁵ puis dans le cadre d'un développement planétaire, les offres publiques d'acquisition⁶ n'ont cessé d'être perçues tantôt comme nécessaires, tantôt comme sulfureuses et dangereuses. Après avoir perçu ce qu'elles sont et cerné la difficile notion d'"intérêt social" avec les thématiques s'y rapportant, le constat sera fait d'un lien fort entre les OPA et l'intérêt social.

¹ Le Monde, 5 mai 2014 : L'offre de GE pour Alstom ne satisfait pas l'État ; Les Échos, 19 mai 2014 : Alstom : le gouvernement cherche encore à peser.

² Décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable, modifiant les articles R. 153-2, R. 153-4, R. 153-5, R. 153-5-2, R. 153-9 et R. 153-10 du Code monétaire et financier.

³ Financial Times, 7 mai 2014 : Cameron wants more commitments from Pfizer on AstraZeneca deal. Selon les déclarations du Premier ministre anglais devant le Parlement, "Let me be absolutely clear, I am not satisfied ; I want more (...). The most important intervention we can make is to back British jobs, British science, British research. That's why I asked the cabinet secretary and my ministers to engage with both companies right from the start of this process". Financial Times, 13 mai 2014 : Pfizer says AstraZeneca merger would cut R&D budgets.

⁴ Financial Times, 9 mai 2014 : US politicians step up Pfizer scrutiny over deal for AstraZeneca. Selon le sénateur Ron Wyden : "I don't approach retroactivity in legislation lightly, but corporations must understand that they won't profit from abandoning the US".

⁵ Sur les OPA en général, v. les ouvrages B. Burrough, J. Heylar, Barbarians at the Gate, HarperCollins, 2003 ; B. Wasserstein, Big Deal : Mergers and Acquisitions in the Digital Age, Warner Books, 1998 ; B. Wasserstein, Big Deal : The Battle for the Control of America's Leading Corporations, Warner Books, 1988.

⁶ Ci-après OPA. Nous tiendrons le terme "OPA" comme traduction du terme anglais *takeover*.

1) Les OPA et les défenses anti-OPA

2.- Les OPA. Une offre publique d'achat ou d'échange peut se définir comme "l'opération par laquelle une personne fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'elle désire acquérir leurs titres à un prix déterminé, généralement supérieur au cours de bourse, réglé soit en espèces (OPA) soit par remise d'actions ou d'obligations (OPE)"⁷.

S'inscrivant dans le cadre d'une économie désormais mondiale, donnant lieu à d'épiques batailles boursières⁸ ainsi qu'à la construction d'un droit inspiré par les pratiques des entreprises et de leurs conseils⁹, les OPA sont un mode de développement des entreprises dit de croissance externe qui permet d'animer le marché financier. Dans ce cadre, les OPA ne laissent pas indifférents et sont au centre de débats politiques et économiques¹⁰ au sein de la société civile européenne ou américaine. Ces débats, selon qu'ils plébiscitent les OPA ou les critiquent, ont des conséquences juridiques directes.

3.- Arguments en faveur des OPA. Les offres publiques d'acquisition, tout d'abord, seraient un moyen d'allouer de façon idéale les actifs des entreprises ; elles permettent aux entreprises

⁷ P. Merle, A. Fauchon, Précis Dalloz 2014 p. 841, n°166. Le sigle "OPA" désignera pour le présent travail tant les offres publiques d'achat que les offres publiques d'échange, de façon générique.

⁸ D'où un vocabulaire souvent emprunté à la guerre pour qualifier ce champ du droit, à travers ses acteurs ("*raiders*", "*plunderers*") ou les défenses mises en oeuvre ("*white knights*", "*poison pills*", "*pacman strategy*", "*shark repellents*"). Selon R. Vatinet, Rev. sociétés 1987, p. 539 : "une fois l'OPA déclenchée, la guerre ouverte entre les deux sociétés peut être sans merci".

⁹ V. ainsi, pour une description de la première bataille concernant la validité des *poison pills* américaines et ayant opposé la firme Wachtell Lipton Rosen & Katz au cabinet Skadden Arps Slate Meagher & Flom, via leurs associés respectifs Lipton et Flom : Michael J. Powell, Professional Innovation : Corporate Lawyers and Private Lawmaking, 18 Law & Soc. Inquiry 423 1993, spéc. p. 433. L'arrêt final de la Cour Suprême du Delaware concernait l'affaire *Moran* (*Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985)) ayant consacré la validité en droit américain des *poison pills*.

¹⁰ Pour un aperçu de la littérature économique et financière analysant les OPA et défenses anti-OPA, v. notamment : Elazar Berkovitch, Naveen Khanna, How Target Shareholders Benefit from Value-Reducing Defensive Strategies in Takeovers, J. Financ., Vol. 45, No. 1, March 1990, p. 138 ; Puneet Handa, A. R. Radhakrishnan, An Empirical Investigation of Leveraged Recapitalizations with Cash Payout as Takeover Defense, J. Financ. Manage., Autumn 1991, p. 58 ; Brent W. Ambrose, William L. Megginson, The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood, J. Financ. Quant. Anal., Vol. 27, No. 4, December 1992, p. 575 ; Robert G. Comment, G. William Schwert, Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures, J. Financ. Econ. 39, 1995, p. 3 ; Gilles Chemla, Hold Up, Stakeholders and Takeover Threats, J. Financ. Intermed. 15, 2005, p. 376 ; Industry Structure and Horizontal Takeovers : Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers, Husayn Shahrur, J. Fin. Econ. 76, 2005, p. 61 ; Marco A. Haan, Yohanes Riyantbo, The Effects of Takeover Threats on Shareholders and Firm Value, J. Econ. Behav. Organ., Vol. 59, 2006, p. 45 ; Senay Agca, Sattar A. Mansi, Managerial Ownership, Takeover Defenses, and Debt Financing, J. Financ. Res., Vol. 31, No. 2, 2008, p. 85. L'on peut s'étonner qu'une telle littérature, anglo-saxonne ou française, ne soit (presque) aucunement mentionnée dans les débats parlementaires relatifs aux lois concernant les OPA (en dernier lieu celle du 29 mars 2014), tant les conclusions empiriques peuvent parfois différer des "préjugés" fréquents quand il s'agit d'évoquer les OPA.

d'atteindre la taille idéale dans leurs domaines d'activité, d'intégrer différentes activités et de dégager des synergies industrielles et commerciales, d'augmenter leur part de marché en absorbant des concurrents ou encore d'acquérir de nouvelles technologies (brevets) ou marques. L'OPA présenterait en outre l'avantage de discipliner les dirigeants et conseils d'administration en leur donnant le sentiment que rien n'est acquis et qu'ils peuvent très rapidement se voir démis de leurs fonctions : la simple menace d'une OPA représente pour eux une incitation forte à gérer au mieux les intérêts de la société¹¹, qui serait d'autant plus susceptible de se transformer en cible potentielle que sa valorisation diminuerait. La menace d'OPA permettrait en outre de diminuer les coûts d'agence¹² et la réussite d'une éventuelle offre permettra de remplacer les dirigeants de la société cible par d'autres dirigeants plus efficaces. Enfin, les OPA hostiles seraient celles profitant le plus aux actionnaires, à l'inverse des offres amicales qui les défavoriseraient¹³ : en toute hypothèse, la mise en place de pratiques de gouvernance augmentant la valeur de la société améliorera la position de toutes les parties prenantes de l'entreprise.

4.- Arguments à l'encontre des OPA. L'époque contemporaine, à l'inverse, critique également les excès d'un capitalisme qui serait excessif, débridé et sans éthique, contre lequel il conviendrait de lutter. De ce triomphe du capitalisme¹⁴ découlerait une conséquence néfaste pour la société civile et l'économie toute entière, incarnée par les OPA dont certaines seraient "sauvages" et desquelles les entreprises devraient être "sauvegardées"¹⁵. Les sociétés les plus protégées contre les OPA (et donc les moins "opéables") auraient d'ailleurs une plus grande tendance à prendre en compte les intérêts des parties prenantes ("*stakeholders*") et à générer ainsi une plus grande valeur pour l'actionnaire sur le long terme¹⁶, tout en augmentant leur valeur au moment d'une introduction en bourse¹⁷. Pour les auteurs de ces critiques, les restructurations consécutives aux OPA illustreraient une "financiarisation" excessive de

¹¹ Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. Pol. Econ. 110 (1965) ; Frank. H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Managements in Responding to a Tender Offer*, 94. Harv. L. Rev. 1161 (1981).

¹² Pour l'article fondateur, se basant sur la théorie de l'agence, v. Michael C. Jensen, Richard. S. Ruback, *The market for Corporate Control : the Scientific Evidence*, Journal of Financial Economics 11, 1983, p. 5, spéc. p. 45 s. Adde Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3, 1976, p. 306.

¹³ Anand M. Anand Vijh, Tim Loughran, *Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?*, Journal of Finance, Vol. 52, No. 5, December 1997, p. 1765.

¹⁴ M. Trochu, *Le triomphe du capitalisme sauvage ou BSN contre Saint-Gobain*, D. 1969, chron. p. 221.

¹⁵ D. Boullet, *La sauvegarde des sociétés face aux OPA sauvages*, JCP E 1998, p. 453.

¹⁶ Aleksandra Kacperczyk, *With Greater Power Comes Greater Responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders*, 30 Strategic Mgmt. J. 261 (2009), spéc. p. 276 .

¹⁷ William C. Johnson, Jonathan M. Karpoff, Sangho Yi, *The Bonding Hypothesis of Takeover Defenses : Evidence from IPO Firms* 6, disponible à <http://ssrn.com/abstract=1923667>.

l'économie, tandis que la création de prétendues synergies ne serait synonyme que de destruction d'emplois et de drame social. L'OPA menacerait donc l'emploi local, entraînerait des délocalisations et porterait atteinte aux "fleurons nationaux" ou "joyaux de l'industrie nationale" : en bref, elle serait nuisible à "l'économie réelle"¹⁸. Une telle critique se veut forte de diverses affaires ayant animé l'économie ces dernières années, en France ou à l'étranger, notamment au regard de raids boursiers menés pour des raisons financières et non industrielles : "des dispositions destinées à limiter les risques d'OPA hostiles" seraient nécessaires "dans le but de lutter contre le cynisme économique"¹⁹.

Parmi de telles affaires ayant choqué l'opinion publique et au sujet desquelles il a pu être polémique, se trouve en bonne place l'affaire Pechiney, du nom d'un groupe industriel français acquis par Alcan suite à une OPA lancée en 2003, groupe lui-même racheté par le conglomérat Rio Tinto en 2007 qui procédera en France au démantèlement de l'activité de Pechiney. L'affaire Arcelor-Mittal marqua également les esprits : l'indien Mittal Steel lança une OPA sur Arcelor en 2006, d'abord hostile puis acceptée par Arcelor suite à un rehaussement de 44% de son offre par Mittal. Dans les années suivantes, le groupe ArcelorMittal démantèlera progressivement ses infrastructures en France et licenciera ses salariés, créant un débat politique national et amenant au vote de la loi dite "Florange" (du nom d'un des sites industriels en question), promulguée le 29 mars 2014 et qui réforme le droit des OPA²⁰.

L'importance des OPA dans le débat public amène à une intervention croissante de l'État, à travers la voix du Gouvernement qui opte souvent pour sa vision propre d'un certain patriotisme économique ou par le biais de modifications législatives et réglementaires visant à

¹⁸ Cette notion floue semble considérée par les parlementaires comme allant de soi : selon Mme Clotilde Valter, "vous savez parfaitement ce qu'est l'économie réelle", JORF 19 septembre 2013, n°105, compte rendu de la séance du 18 septembre 2013, p. 9053. Deux tentatives de définition peuvent toutefois être notées : selon M. Christophe Cavard, "l'économie "réelle", c'est l'activité économique sans sa partie spéculative, hors de la finance et de la bourse ; elle se situe à l'opposé de la sphère financière" (JORF 2013 n°105 p. 9072). Pour M. Christophe Léonard, "l'économie réelle est une économie au service de l'humain, destinée à favoriser le progrès social auquel nos concitoyens et chacun d'entre nous aspirent au quotidien. Elle revendique l'avènement d'un monde capitaliste moderne, dans lequel la gestion des entreprises et de leur activité est orientée vers la préservation durable des outils de production, des capacités d'emplois et des savoir-faire sur un territoire, tout en prenant en compte la préservation de l'environnement et la responsabilité sociale des dirigeants envers leurs salariés, et où les bénéfices obtenus sont redistribués afin de produire de l'innovation et du bien-être social" (JORF 2013 n°105, p. 9092).

¹⁹ Intervention de M. François Brottes, Président de la commission économique, lors de la séance à l'Assemblée nationale du 17 février 2014 : JORF 18 février 2014, p. 1956.

²⁰ Les "effets dévastateurs d'OPA hostiles" ont été relevés dans les débats parlementaires : v. Mme Clotilde Valter, JORF 18 février 2014, compte rendu de la séance du 27 février 2014, p. 1955. ArcelorMittal, Pechiney, sont cités comme "désastres industriels (...) pour les salariés et les territoires" : Id., JORF n°105 p. 9051.

doter les entreprises de meilleures défenses possibles, voire à protéger de façon très spécifique certaines sociétés. Plus subrepticement, l'État intervient également par des moyens non contraignants et fait pression sur les acteurs économiques. Si dès 1977 les pouvoirs publics s'opposèrent à l'offre publique hostile de Delmas-Vieljeux sur la Compagnie de Navigation mixte²¹, les années 2000 ont vu l'État intervenir dans le rapprochement des sociétés pharmaceutiques Aventis et Sanofi-Synthélabo afin de construire un groupe franco-allemand dans le cadre d'une offre hostile, et d'éviter l'offre possible de la société suisse Novartis pourtant amicale. L'État intervint encore en contrant les intentions de Pepsi sur Danone, en tentant de déjouer celles de NYSE sur Euronext ou encore en profitant d'une possible offre hostile lancée par l'entreprise italienne Enel pour faire procéder à la fusion de Gaz de France et Suez. L'exemple le plus récent réside dans l'attrait d'Alstom pour General Electric, alors que le gouvernement français préférerait que Siemens prenne la place de ce dernier. Cette possible hostilité aux OPA de la part des pouvoirs publics se retrouve en Europe : tel fut le cas en Italie où le gouvernement avait réagi de façon hostile et protégé la société Autostrade dans le secteur des autoroutes ou Antonvenetta dans le secteur bancaire, ainsi qu'en Angleterre où l'OPA de Kraft Food sur Cadbury a provoqué de nombreux débats et une opposition parmi la classe politique et les syndicats. L'Allemagne avait également été choquée en 1999-2000 lors de l'acquisition de la société Mannesmann par Vodafone²². Même dans un pays réputé libéral tel que les États-Unis, le gouvernement a pu s'opposer à des OPA en invoquant des intérêts stratégiques, à l'instar de l'offre lancée par la société chinoise CNOCC sur la société pétrolière Unocal. L'offre actuelle d'AstraZeneca sur Pfizer (mai 2014) y soulève des questions similaires.

Outre le cadre de cette intervention du pouvoir politique dans les OPA, où l'État est tantôt "locuteur", tantôt "manoeuvrier"²³, les États réagissent aux OPA par la voie législative. Il peut ainsi être relevé en France que la loi du 26 juillet 2005 contenant l'amendement dit *Renault-Nissan* a permis de prévoir un article L. 433-4 du Code monétaire et financier, lequel oblige à doubler une offre sur une société mère d'une seconde offre sur sa filiale cotée en constituant un actif essentiel²⁴ : une telle disposition vise en réalité à protéger Renault, car elle oblige un

²¹ P. Didier, Droit commercial, t. 3 : Le marché financier. Les groupes de sociétés, PUF Thémis 1993, p. 395.

²² Sur le droit allemand, v. notamment R. Dammann, U. Volk, Le patriotisme économique, une réalité des deux côtés du Rhin?, D. 2006, p. 1674.

²³ G. Carcassone, L'État et les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, (dir.) N. Molfessis, D. Martin, G. Canivet, LexisNexis, 2009, p. 645.

²⁴ L. Faugérolas, J. Scemama, L'offre publique obligatoire étendue à la filiale étrangère de la cible, Bull. Joly Bourse 2005, p. 705.

acquéreur potentiel s'y intéressant à lancer également une offre sur Nissan et donc à renchérir considérablement le coût de l'acquisition. L'affaire Mannesmann a également influencé la législation allemande²⁵. Au Royaume-Uni enfin, les normes relatives aux offres publiques d'acquisition ont été modifiées suite à l'OPA Kraft-Cadbury, à travers une refonte du *City Code on Takeovers and Mergers* adoptée en juillet 2011²⁶.

La loi du 29 mars 2014 est elle aussi une réaction à l'actualité économique et à l'affaire dite "Florange". Les débats parlementaires éclairent particulièrement la menace que représenteraient les OPA selon les pouvoirs publics, d'où la particulière nécessité de les réguler.

5.- État de la législation. Les OPA aux États-Unis sont régulées au niveau des différents États, la législation sur les OPA ne relevant pas du niveau fédéral. En France et dans les pays membres de l'Union Européenne, bien que les régimes demeurent nationaux et que les États conservent une liberté dans l'élaboration de leur législation, une directive existe et tend à uniformiser le droit des OPA pour mettre en place un "level playing field" permettant une égalité des conditions de jeu pour les sociétés en ce domaine. Les différents droits des États membres étaient auparavant plus variés, compliquant considérablement les opérations d'OPA en Europe²⁷.

L'adoption de la directive OPA n°2004/25 du 21 avril 2004²⁸ est la finalisation d'un processus complexe, dont la longueur a été justifiée par les impératifs nationaux et les préoccupations "patriotiques" de chaque pays quant à la protection de ses entreprises les plus importantes. La question des mesures anti-OPA est le point ayant cristallisé les discussions les plus intenses de cette "trop longue saga"²⁹. Après le rejet d'une première proposition en 1989, le Parlement européen rejeta en effet une deuxième proposition d'une directive "cadre" à une seule voix de majorité en 2002, alors qu'une procédure de conciliation avait permis de régler les divergences entre les pays membres relatives aux défenses anti-OPA. Les députés européens

²⁵ Klaus J. Hopt, La treizième directive sur les OPA-OPE et le droit allemand, *in* Mélanges Yves Guyon, Dalloz, 2003, p. 529, spéc. p. 536.

²⁶ Ci-après *Takeover Code*. V. M. Peetz, Protecting Shareholders from Themselves : How the UK's 2011 Takeover Code Amendments Hit Their Mark, 2 Penn St. J.L. & Int'l Aff. 409 (2013).

²⁷ V. de Beaufort, Les OPA en Europe, *Économica*, 2001.

²⁸ Ci-après "Directive OPA" ou "13ème Directive".

²⁹ Sur la totalité du processus, v. A. Couret, La fin d'une trop longue saga : l'adoption de la treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, *in* Mélanges Jacques Béguin, Litec, 2005, p. 195.

craignaient un déséquilibre entre l'adoption par le droit européen de la règle alors prévue de neutralité des dirigeants en période d'offre hostile (dite "Passivity rule") par rapport au droit américain, notamment du Delaware, qui laisse plus de liberté à ceux-ci et les autorise à adopter seuls des mesures de défense face à une offre hostile. C'est cette "principale pierre d'achoppement" que la treizième directive a visé à contourner, en rendant optionnelle pour les États la transposition de ses dispositions concernant les défenses anti-OPA (articles 9, 11 et 12). La subsidiarité est donc large pour les États membres, au travers de cette directive qui "sans bouleverser les lois et pratiques en vigueur, vise à mettre en place un "pont communautaire" pour garantir que dans les (...) États membres, des autorités collaboreront entre elles pour contrôler la régularité et la transparence de la procédure"³⁰.

À l'instar des autres pays européens³¹, la France a procédé à la transposition de la Directive OPA par la loi n°2006-387 du 31 mars 2006³². Elle a ce faisant opéré divers choix, le principal quant aux défenses anti-OPA étant de transposer l'article 9 de la directive imposant la neutralité des dirigeants pendant la période d'offre. Était ce faisant choisie la voie la plus "libérale", laissant tout pouvoir de défense au regard des OPA entre les mains des actionnaires. Après plusieurs années d'application de ce régime, le rapport Gallois de novembre 2012 sur la compétitivité de l'industrie française a toutefois formulé des propositions de réforme du droit des offres publiques d'acquisition qui, portées par un contexte politique favorable, ont été débattues au Parlement et pour certaines adoptées. Le droit des OPA a ainsi été modifié en dernier lieu par la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle³³, une décision du Conseil constitutionnel³⁴ ayant censuré certaines des dispositions du texte adopté par le Parlement. Le régime applicable aux défenses anti-OPA a été, à cette occasion, radicalement modifié.

³⁰ F. Blanquet, Les fusions transfrontières et la mobilité des sociétés, Rev. soc. 2000, p. 115, spéc. p. 126. M. A. Couret a pu décrire "le caractère douteux d'un droit véritablement communautaire" du fait de la liberté laissée aux États en matière de défenses anti-OPA : art. préc., n° 25 s.

³¹ Sur les transpositions, v. D. Martin, B. Kanovitch, L. Chekroun, Implementation of the 2004/25/EC directive on takeover bids in Europe, RTDF n°1/2 - 2009, p. 103 ; Andrew Zwecker, The EU Takeover Directive : Eight Years Later, Implementation But Still No Harmonization Among Member States on Acceptable Takeover Defenses, 21 Tul. J. Int'l & Comp. L. 233 (2012) ; P. Alfredo, La réforme du droit espagnol des offres publiques d'acquisition, Rev. sociétés 2009, p. 761 ; Klaus J. Hopt, Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemand après la 13^e directive, D. 2007, p. 462 ; N. Rontchevsky, La loi n° 2006-387 transpose en droit français la directive OPA, RTD Com. 2006, p. 437 ; A. Maréchal, A. Pietrancosta, Transposition de la directive OPA : des incertitudes sur le recours à la "clause de réciprocité", Bull. Joly Bourse 2005, p. 797.

³² J.-M. Moulin, La loi du 31 mars 2006 transposant la directive OPA du 21 avril 2004, JCP E 2006, n°17, p. 757 ; Th. Bonneau, La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, JCP E 2006, n°17, p. 837.

³³ JORF n°0077 du 1er avril 2014, p. 6227.

³⁴ JORF n°0077 du 1er avril 2014, p. 6232.

Importantes, par leurs enjeux financiers, leur déroulement et leurs conséquences, les OPA mettent en jeu l'intérêt social entendu au sens large, comme celui de la société dans son ensemble. L'intérêt social, au sens strict, est toutefois également une notion de droit des sociétés. Celle-ci doit être étudiée avant de constater en quoi les défenses anti-OPA doivent être menées dans le respect de cet intérêt social protéiforme.

2) L'intérêt social

1) La vision française

a) Les débats doctrinaux

6.- Difficultés de définition. L'intérêt social, souvent évoqué et invoqué, jamais défini, est une notion fuyante du droit des sociétés³⁵. "Oécunémique"³⁶ pour certains, "inutile"³⁷ pour d'autres, elle reste une "notion fondamentale"³⁸ et un "concept majeur du droit des sociétés modernes"³⁹. Sa finalité semble quelle que soit la matière identique et consiste dans la détermination du pouvoir et de sa finalité au sein de la société⁴⁰. La législation fait ainsi état de la notion, de manière directe, dans les articles L. 221-4, L. 223-18 (par renvoi), L. 233-3, L. 241-3 et L. 242-6 du Code de commerce, afin de limiter les pouvoirs du gérant d'une SNC et d'une SARL dans l'ordre interne, de définir l'une des hypothèses de contrôle d'une société par une autre, et enfin de définir le délit d'abus de biens sociaux. De manière plus indirecte, l'intérêt social peut être perçu de manière implicite dans le Code civil, à travers l'article 1848 qui dispose que "le gérant peut faire tous actes de gestion dans l'intérêt de la société" et l'article 1833 selon lequel la société doit être constituée dans l'intérêt commun des associés.

³⁵ Sur la notion d'intérêt social, v. : J. Schapira, L'intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme, RTD Com. 1971 p. 957 ; G. Sousi, La notion d'intérêt social dans le droit français des sociétés commerciales, thèse, Lyon III, 1974 (niant l'intérêt de la notion) ; M.-C. Monsallier, L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme, L.G.D.J., 1998, T. 303, spéc. n°753 à 851. Pour un travail récent illustrant les mutations de l'intérêt social, v. A. Bennini, Le voile de l'intérêt social, LEJEP Lextenso Éditions, 2013 : l'auteur plaide pour la prise en considération d'une "communauté d'intérêts (...) qui dépasse le sphère des associés ou des actionnaires. (...) La reconnaissance par le droit positif des parties prenantes, notamment par l'octroi de droits subjectifs, est le fruit d'une incorporation de la société dans le marché sans égard à sa forme sociale" (p. 227).

³⁶ J.-P. Bertrel, Liberté contractuelle et sociétés, essai d'une théorie du "juste milieu" en droit des sociétés, RTD Com. 1996 p. 595, spéc. n°48.

³⁷ G. Sousi, Intérêt du groupe et intérêt social (réflexions à propos d'un jugement rendu par le TGI de Paris le 16 mai 1974 dans l'affaire Willot-Saint-Frères), JCP 1974, 11816, p. 381, spéc. n°20, p. 386.

³⁸ J. Paillusseau, La société anonyme comme technique juridique d'organisation de l'entreprise, thèse, Sirey, Biblio. dr. comm., t. 18, 1967, p. 173.

³⁹ A. Viandier, Bul. Jol. Soc., 1993, p. 4.

⁴⁰ A. Couret, M. Germain, D. Schmidt, Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées?, RD bancaire et bourse, n°55, juin 1996, p. 72.

7.- Deux Écoles. Les difficultés de définition de l'intérêt social et les nombreuses controverses doctrinales à son sujet sont en vérité le décalque du débat portant sur la nature de la société et visant à déterminer sa nature institutionnelle ou contractuelle⁴¹. Les partisans de l'approche contractuelle s'appuient ainsi sur l'article 1832 du Code civil, selon lequel la société est un *contrat*, tandis que les défenseurs de la thèse institutionnelle invoquent le même article en s'appuyant sur le fait que la société est *instituée*⁴² pour soutenir que la société a une fin propre dépassant l'intérêt de chaque associé, intérêt supérieur de la société auquel ceux-ci doivent se trouver subordonnés⁴³.

8.- Première École. Partant de cette distinction et à travers une littérature très riche, la doctrine s'oppose sur la définition de l'intérêt social, que deux Écoles principales s'attachent à décrire⁴⁴, chacune avec certaines nuances. La première École, représentée par M. Dominique Schmidt, se fonde sur la définition de l'article 1833 du Code civil selon lequel "*toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés*" pour voir dans l'intérêt social le simple intérêt commun des associés et refuser ainsi toute prise en compte d'un intérêt catégoriel autre dans le contrat de société. L'intérêt social se confondrait donc avec l'intérêt des actionnaires⁴⁵: en effet, "*la société est constituée dans l'intérêt des associés : elle n'est pas constituée en vue de satisfaire un autre intérêt que celui des associés, qui ont seuls vocation à partager entre eux le bénéfice social*"⁴⁶. Aussi l'intérêt social serait-il la somme des intérêts particuliers des membres des associés, leur intérêt étant le seul objectif de la société.

⁴¹ J.-P. Bertrel, Le débat sur la nature de la société, in Études à la mémoire d'Alain Sayag, Litec, 1997, p. 131.

⁴² Ce terme ayant remplacé le terme "*constituée*" depuis la loi n° 85-697 du 11 juillet 1985.

⁴³ Ainsi le Doyen Hauriou définissait l'institution comme "*une organisation sociale en relation avec l'ordre général des choses, dont la permanence individuelle est assurée par l'équilibre interne d'une séparation des pouvoirs*". Il ajoutait que "*Par ce double fait qu'elle intéresse une collectivité et qu'elle a une existence propre due à son organisation, elle dépasse l'individu humain. Elle subsiste malgré les mutations qui peuvent se produire dans son intérêt personnel. Cela lui donne une réalité sociale, l'institution est la véritable réalité sociale séparable des individus*". V. M. Hauriou, L'institution, chap. III, in Les principes de droit public, Sirey, 1910, p. 123 s., spéc. p. 129, cité par M.-C. Monsallier, th. préc., n° 720 et n° 753.

⁴⁴ Mentionnons qu'un auteur a plaidé pour une théorie du "juste milieu" en concevant l'intérêt social comme un "standard" et "concept mixte", "à l'image de la société elle-même, qui n'est pas soit un contrat soit une institution, mais bien à la fois l'un et l'autre". V. J.-P. Bertrel, La position de la doctrine sur l'intérêt social, Droit et Patrimoine, avril 1997, p. 42, spéc. p. 45 s.

⁴⁵ D. Martin, L'intérêt des actionnaires se confond-il avec l'intérêt social?, in Mélanges Dominique Schmidt, Joly Éditions, p. 359.

⁴⁶ D. Schmidt, De l'intérêt social, JCP E, 1995, n°38, p. 361. Id., De l'intérêt social, RD bancaire et bourse, n°50, juillet/août 1995, p. 130.

9.- Deuxième École. Une deuxième Ecole⁴⁷, se positionnant contre cette vision libérale, a développé un intérêt social défini comme l'intérêt de l'entreprise. L'entreprise, définie par l'École de Rennes comme l'organisation économique de la société⁴⁸ et par d'autres comme "un ensemble de moyens en capital et en travail destiné à assurer la production de biens et de services"⁴⁹, présente donc un intérêt qui lui est propre et qui concentre l'intérêt certes des associés, mais aussi des salariés, des créanciers, des clients, des fournisseurs voire de l'État dans lequel elle exerce son activité. De façon plus restrictive et s'inspirant de la conception institutionnelle de la société, des auteurs proposent que l'intérêt social soit bien celui d'une entité mais reste propre à la personne morale, se distinguant de l'intérêt des associés mais aussi de l'intérêt d'une entreprise entendue largement. La société aurait bien ainsi un intérêt transcendant celui des associés, "intérêt propre de la société en tant que personne morale, en tant que communauté dans laquelle associés et dirigeants ne sauraient agir en négligeant l'intérêt commun et supérieur qui les domine"⁵⁰.

b) Le droit positif

La jurisprudence, semblable aux textes, n'a jamais donné de définition de l'intérêt social⁵¹ et semble plus l'utiliser au cas par cas, dans des hypothèses qui permettent d'illustrer telle ou telle vue doctrinale.

10.- L'intérêt social strict. La Cour de cassation a ainsi pu retenir une définition de l'intérêt social semblable au seul intérêt des actionnaires, notamment par un arrêt du 4 octobre 1994 où la location par une SARL de locaux construits par une SCI appartenant à certains associés, stipulant un prix des loyers égal au montant du remboursement du crédit-bail, n'était pas contraire à l'intérêt social car l'activité de la société avait augmenté pendant cette période, seule comptant donc l'activité de la société pendant ce laps de temps indépendamment des actes effectués⁵². Une telle vision de l'intérêt social identique à celui des associés a été repris dans un arrêt du 24 janvier 1995⁵³. Plus récemment, l'appropriation de l'intérêt social par les

⁴⁷ Représentée notamment par MM. Claude Champaud et Jean Paillusseau.

⁴⁸ J. Paillusseau, *La société anonyme, technique juridique d'organisation de l'entreprise*, éd. Sirey, 1967.

⁴⁹ M.-C. Monsallier, *op. cit.*, n°764.

⁵⁰ M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, *Droit des sociétés*, Litec, 2000 n° 399.

⁵¹ Selon A. Couret, *RD bancaire et bourse*, n° 55, mai/juin 1996, p. 72 : "La recherche de la notion au travers de (la jurisprudence) ne débouche que sur des résultats décevants".

⁵² Com. 4 oct. 1994, *Bull. civ.* n° 278, cité par S. Schiller, *Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés - Les connexions radicales*, L.G.D.J., Tome 378, 2002, n° 243, p. 121.

⁵³ Com. 24 janv. 1995, *Bull. civ.* IV, n° 27, id.

associés peut être vue en filigrane de la jurisprudence refusant l'existence d'une obligation de non-concurrence s'imposant de plein droit à l'associé, sauf clause contraire⁵⁴.

11.- L'intérêt social large. À l'opposé, la jurisprudence a parfois pu retenir un intérêt social très large. À cet égard, le célèbre arrêt *Fruehauf* est fréquemment cité pour illustrer un intérêt social correspondant à celui de l'entreprise : en l'espèce, un groupe américain contrôlant une société française (Fruehauf-France) avait donné l'ordre au conseil d'administration de celle-ci d'annuler l'exécution d'un contrat conclu avec une autre société, laquelle devait produire des semi-remorques vendus à la République populaire de Chine. Cela amena à la démission des administrateurs de la société Fruehauf-France, qui demandèrent la nomination d'un administrateur provisoire en référé. La Cour d'appel de Paris fit droit à leur demande par une décision du 22 mai 1965⁵⁵ en retenant que "le juge des référés doit s'inspirer des intérêts sociaux par préférence aux intérêts personnels de certains associés, fussent-ils majoritaires, et qu'il n'est nullement certain, au surplus, que cette nomination soit contraire aux intérêts réels des appelants". L'arrêt rejette donc l'assimilation des intérêts sociaux à ceux des associés, les conclusions de l'Avocat général étant éloquentes à cet égard : "ce qui justifie notre intervention, c'est la défense, la protection de l'organisme Fruehauf-France, fonctionnant en France où il tient une place importante dans la production, avec ses 650 employés menacés de chômage, avec le soutien notamment de banques français importantes, notamment de la Banque de France". La portée de cet arrêt, qu'un auteur a pu voir comme reconnaissant un "droit à la vie et à la croissance"⁵⁶ pour la société, doit toutefois être relativisée par "le contexte politique" de "cette décision hors du commun"⁵⁷.

12.- Vision intermédiaire. Diminuée par rapport à la vision absolutiste de l'arrêt *Fruehauf*, la notion d'un intérêt social distinct propre à la société, supérieur et dominant celui des associés ou dirigeants est toutefois persistante dans de nombreuses décisions. Tel est le cas en matière d'abus de biens sociaux, permettant d'engager la responsabilité pénale des dirigeants qui, de mauvaise foi, ont fait des biens ou du crédit de la société, des pouvoirs qu'ils possédaient ou

⁵⁴ V. ainsi pour l'associé d'une SARL, Com. 15 nov. 2011, n° 10-15.049 ; JCP E 2011, 1893, note A. Couret et B. Dondero ; Rev. sociétés 2012, p. 292, note L. Godon ; RTD com. 2012, p. 134, obs. A. Constantin ; D. 2012, p. 134, note Th. Favario. Com. 19 mars 2013, n° 12-14.407, D. 2013. chron. C. cass. 1172, obs. M. Pietton ; Rev. sociétés 2013, p. 358, obs. S. Prévost. Pour l'associé d'une SAS, v. Com. 10 sept. 2013, n° 12-23.888 ; CCC 2013 n° 11, comm. 238, M. Malaurie-Vignal ; D. 2013 p. 269, obs. A. Lienhard.

⁵⁵ CA Paris, 22 mai 1965, JCP 1965, II, 14274 bis, concl. Nèpveu ; R. Contin, D. 1968, L'arrêt *Fruehauf* et l'évolution du droit des sociétés, chron. p. 45.

⁵⁶ R. Contin, préc., spéc. p. 51 et 52.

⁵⁷ M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, Droit des sociétés, op. cit.

des voix dont ils disposaient, un usage qu'ils savaient contraire aux intérêts de la société, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou une entreprise dans laquelle ils étaient intéressés directement ou indirectement. L'intérêt social, élément constitutif du délit, est alors apprécié de façon large : l'assentiment des associés n'est pas une circonstance influant sur l'existence de l'abus de biens sociaux⁵⁸, délit en outre retenu lorsque l'intérêt social n'est pas distinct de celui des associés puisqu'il peut être constitué dans une E.U.R.L.⁵⁹ ou une S.A.R.L. de famille⁶⁰. L'incrimination d'abus de biens sociaux, en effet, aurait "pour but de protéger non seulement les intérêts des associés mais aussi le patrimoine de la société et les intérêts des tiers qui contractent avec elle"⁶¹, de tels abus "portant atteinte non seulement aux intérêts des associés mais aussi à ceux des tiers qui contractent avec eux"⁶². Les intérêts de ces derniers ne sont toutefois pas totalement pris en compte, puisque seule la société peut être la victime directe de l'infraction, la jurisprudence refusant le bénéfice d'une action pénale aux créanciers⁶³, salariés et syndicats professionnels⁶⁴, commissaires aux comptes⁶⁵ ou comités d'entreprise⁶⁶.

L'intérêt social est en outre utilisé dans de nombreux contentieux, permettant de sanctionner l'existence d'un abus de majorité, d'égalité ou de minorité, d'engager la responsabilité civile des dirigeants ou d'apprécier leur juste motif de révocation, d'apprécier la validité d'une clause statutaire d'exclusion ou d'un cautionnement⁶⁷, ou encore de désigner un administrateur provisoire, un expert de gestion ou de prononcer une mesure de séquestre⁶⁸. Ces différentes hypothèses permettent encore d'illustrer un intérêt de la société distinct de celui de ses seuls associés, l'abus de majorité étant par exemple constitué lorsqu'une décision a été prise

⁵⁸ Crim. 12 déc. 1994, Bull. Joly Sociétés, 1995, p. 427.

⁵⁹ Crim. 14 juin 1993, Bull. Joly Sociétés, 1993, p. 1139.

⁶⁰ Crim. 26 mai 1994, *Bull. crim.* n° 206.

⁶¹ Crim. 19 oct. 1971, *Bull. crim.* n° 272.

⁶² Crim., 26 mai 1994, préc. Les références des notes 57 à 61 sont citées par S. Schiller, th. préc., n° 246, p. 123.

⁶³ Crim. 14 févr. 1989, *Rev. sociétés* 1989, p. 633.

⁶⁴ Crim. 27 nov. 1991, Bull. Joly Sociétés 1992, p. 405.

⁶⁵ Crim. 29 nov. 1960, *Bull. crim.* n° 533.

⁶⁶ Crim. 7 juin 1983, *Rev. sociétés* 1984, p. 119.

⁶⁷ Tout cautionnement fourni par la société doit être conforme à l'intérêt social, quand bien même il aurait été consenti à l'unanimité des associés : Com. 14 déc. 1999, D. 2000 p. 479, note Hallouin. V. également, Ph. Schultz, Associé cautionné par sa société et intérêt social, in *Études offertes au Doyen Philippe Simler*, Dalloz, 2006, p. 429. Un arrêt du 8 novembre 2007 (Civ. 1ère) a toutefois infléchi cette position pour admettre le consentement unanime des associés.

⁶⁸ V. notamment D. Martin, G. Buge, L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés, *RTD com.* 2010, p. 481.

contrairement à *l'intérêt général* de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de la minorité⁶⁹.

13.- Loi du 29 mars 2014. La loi Florange adoptée le 29 mars 2014 renvoie, comme il le sera constaté, à une telle vision de l'intérêt social entendu largement. Les travaux parlementaires l'illustrent : selon Mme Clotilde Valter, rapporteuse de la commission des affaires économiques, ce texte ayant "vocation à protéger nos entreprises, nos salariés, nos territoires et nos filières industrielles des excès de la finance pour faire prévaloir les stratégies et les dynamiques de développement de long terme", son volet relatif aux OPA "concerne la gouvernance des entreprises, avec la volonté d'assurer le primat de l'économie réelle sur la finance, en protégeant les entreprises et les salariés des opérations purement financières pour stabiliser leur actionnariat dans la durée, au bénéfice de leur intérêt social et de leur stratégie de développement de long terme"⁷⁰. Selon M. Jean-Marc Germain, rapporteur, "l'entreprise (...), ce sont des actionnaires qui investissent, oui, mais aussi des salariés qui créent les richesses et des territoires qui l'hébergent et la soutiennent (...). Les pouvoirs des actionnaires doivent être rééquilibrés au profit des territoires et des salariés"⁷¹. L'étude des dispositions de la loi relative aux mesures de défense anti-OPA illustrera cet intérêt social large.

Les termes du débat autour de l'intérêt social en France ayant été fixés, quelle vision le droit des États-Unis retient-il de cette problématique?

2) La vision américaine

14.- Perspectives. La jurisprudence américaine a pu se prononcer dans divers sens au regard d'une problématique sous-tendant celle de l'intérêt social, à savoir la question des intérêts à considérer comme prioritaires dans la gestion de la société. Il semble toutefois que la jurisprudence consacre, majoritairement, la vision d'une gestion favorisant uniquement les actionnaires. Des débats contemporains et l'émergence de nouvelles formes sociales ont toutefois permis de réactualiser le débat.

⁶⁹ Com. 18 avril 1961, *Bull. civ.* III, n° 175 ; JCP G 1961, II, 12164, note Bastian.

⁷⁰ JORF 18 février 2014, compte rendu intégral de la séance du 17 février 2014, p. 1954.

⁷¹ JORF 2013, n° 105 préc., p. 9054.

a) La jurisprudence

À la manière du droit français, les décisions de cours américaines ne retiennent pas une vision uniforme quant aux intérêts à privilégier dans les actes des sociétés.

15.- Vision stricte de l'intérêt social. Les défenseurs de la théorie selon laquelle doit être maximisé le profit de la société et de ses associés sans égard pour tout autre intérêt invoquent à cette fin un célèbre arrêt de la Cour suprême du Michigan, *Dodge v. Ford Motor Co.*⁷². À le suivre, la société n'a pour seul objectif que de poursuivre l'unique intérêt de ses actionnaires. En l'espèce, Henry Ford était actionnaire principal de la société du même nom, les frères Dodge y étant minoritaires : ceux-ci poursuivirent le premier en arguant qu'il utilisait son contrôle sur la société pour restreindre le paiement de dividendes alors que la société était excessivement profitable et pouvait supporter cela. Henry Ford, provocateur, défendit sa décision de ne pas payer de tels dividendes aux associés en arguant qu'il préférerait utiliser les ressources financières de la société pour produire de meilleures voitures à un prix plus modeste ainsi que pour payer des salaires plus élevés à ses salariés : c'était là défendre une vision large de l'intérêt social. La Cour Suprême du Michigan ne retint pas cette vue et ordonna le paiement d'un dividende aux actionnaires, indiquant qu'une société "est organisée et vise prioritairement au profit de ses associés. Les pouvoirs des administrateurs doivent être utilisés à cette fin. Leur marge discrétionnaire doit être exercée quant aux choix des moyens d'atteindre une telle fin et ne peut s'étendre à d'autres objectifs"⁷³. Les tribunaux du Delaware ont également pu rejoindre cette solution, estimant qu'il est "une obligation pour les administrateurs de tenter de maximiser les intérêts de long terme des actionnaires de la société, dans les limites de la loi"⁷⁴. De tels arrêts rejoignent donc ce que Jean Paillusseau appelle "un capitalisme d'investisseurs, (dont) la finalité est la maximalisation du revenu de l'actionnaire, et non pas la recherche du meilleur équilibre entre les différents intérêts qui se rencontrent dans l'entreprise"⁷⁵.

⁷² *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

⁷³ *Id.*, p. 684 : "There should be no confusion (...) A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of the directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to (...) other purposes".

⁷⁴ *Katz v. Oak Indus., Inc.*, 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986), p. 879 : "it is the obligation of directors to attempt, within the law, to maximize the long-run interests of the corporation's stockholders".

⁷⁵ J. Paillusseau, *La modernisation du droit des sociétés commerciales*, "une reconception du droit des sociétés commerciales", D. 1996, chr., p. 287.

16.- Vision large de l'intérêt social. D'autres décisions servent de référence aux partisans de l'opinion contraire selon laquelle peuvent être diminués les profits de la société afin de servir d'autres intérêts. Les dirigeants bénéficieraient donc d'une marge discrétionnaire à cet égard, sans violation de leurs devoirs fiduciaires. L'arrêt *Shlensky v. Wrigley*⁷⁶ illustre cette position. Les administrateurs d'une société (et son actionnaire principal M. Wrigley) se voyaient reprocher une violation de leurs devoirs fiduciaires en ce qu'ils avaient refusé d'installer des lampadaires sur un terrain Wrigley, qui auraient illuminé un terrain de base-ball la nuit et ainsi augmenté les profits de la société : la plainte invoquait le fait que M. Wrigley ait reconnu n'être pas intéressé par la question de savoir si la société en bénéficierait financièrement mais était au contraire motivé par son opinion personnelle que le baseball est un sport de jour et que l'installation de lumières et l'organisation d'évènements nocturnes auraient pour effet de dégrader le voisinage entourant le terrain. La Cour ne fit pas droit à cette demande, soulignant qu'il n'était "pas démontré que les motivations assignées à Mr. Wrigley étaient contraires aux meilleurs intérêts de la société et des parties prenantes" et qu'un déclin dans la qualité de l'environnement pourraient à long terme diminuer la présence de spectateurs ou la valeur de la propriété.

b) Les débats doctrinaux

17.- Le débat "shareholder primacy". Prolongeant la jurisprudence, le débat concernant la finalité du pouvoir sociétaire et les intérêts à protéger dans son exercice a toujours été vif dans la littérature américaine. Dès deux célèbres articles parus à la Harvard Law Review en 1931⁷⁷ et 1932⁷⁸, des auteurs purent s'interroger sur les groupes dont l'intérêt devait être privilégié dans l'exercice des pouvoirs d'une société ou de ses dirigeants. Le Professeur Adolf A. Berle soutint ainsi la première vue, la plus traditionnelle, au regard de laquelle la société est un ensemble d'associés groupés en vue de réaliser un profit, société que les dirigeants doivent gérer avec ce seul résultat pour objectif⁷⁹ : rien ne lui est supérieur. À l'inverse, il semblait au Professeur E. Merrick Dodd inopportun de regarder les sociétés comme formées pour le seul bénéfice de leurs associés, en ce sens que l'opinion publique voit la société comme une

⁷⁶ 237 N.E.2d 776 (III. 1968).

⁷⁷ Adolph. A. Berle, Corporate Powers as Powers in Trust, 44 Harv. L. Rev. 1049 (1931).

⁷⁸ E. Merrick Dodd, For Whom Are Corporate Managers Trustees?, 45 Harv. L. Rev. 1145 (1932).

⁷⁹ Adolph. A. Berle, art. préc., p. 1049 : "It is the thesis of this essay that all powers granted to a corporation or to the management of a corporation, or to any group within the corporation, whether derived from statute or charter or both, are necessarily and at all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders as their interest appears."

institution économique ayant un but social aussi bien qu'une fonction de profit, cela n'étant selon lui qu'amené à progresser⁸⁰. Le courant contractuel américain, définissant la société comme un noeud de contrats⁸¹ et qui prône la primauté de l'actionnaire⁸² a ensuite été contesté durant les années 1970, notamment par le professeur Ralph Nader⁸³, plaidant pour une responsabilité des entreprises accrue. Milton Friedman estimait quant à lui que la seule responsabilité sociale d'une société était d'augmenter ses résultats et sa profitabilité⁸⁴. Cette théorie, dite "*shareholder primacy*", adopte cette position en la justifiant par le fait que les associés seraient "propriétaires" de la société, ou à tout le moins ses "demandeurs et porteurs de risque résiduels"⁸⁵.

Aussi, à la manière du débat français portant sur la définition de l'intérêt social, le débat américain s'est tourné sur la nature des intérêts à prendre en compte pour la société et devant guider l'action des dirigeants. Plus précisément, existerait-il une obligation légale pesant sur les dirigeants de maximiser les profits sociaux et la richesse pour les actionnaires, au détriment de la prise en compte de toute autre forme d'intérêt (concernant les créanciers, les salariés, l'environnement...)? Aucune loi ne l'a jamais imposé, les États américains ayant au contraire adopté des lois permettant les donations par les entreprises à des fins charitables et, pour certains États, autorisant explicitement les dirigeants à prendre en considération les intérêts de non-actionnaires (clients, créanciers, fournisseurs, ou la société publique en général), lois adoptées dans les années 1980 en réaction aux OPA⁸⁶. Il est également soutenu que les dirigeants n'auraient jamais eu aucun devoir de maximiser les résultats de la société

⁸⁰ E. Merrick Dodd, préc., spéc. p. 1147-1148 : "*the present writer (...) believes that it is undesirable, even with the laudable purpose of giving stockholders much-needed protection against self-seeking managers, to give increased emphasis at the present time to the view that business corporations exist for the sole purpose of making profits for their stockholders. He believes that public opinion, which ultimately makes law, has made and is today making substantial strides in the direction of a view of the business corporation as an economic institution which has a social service as well as a profit-making function, that this view has already had some effect upon legal theory, and that it is likely to have a greatly increased effect upon the latter in the near future*".

⁸¹ R. H. Coase, *The nature of the firm*, éd. Economica, 1937.

⁸² Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *J. Fin. Econ.*, 1976, n° 3, p. 305 ; E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, *Journal of political economy*, 1980, n° 88, p. 290.

⁸³ Ralph Nader et al., *Taming the Giant Corporation* (1976) ; Christopher D. Stone, *Where the Law ends : the Social Control of Corporate Behavior* (1975).

⁸⁴ Milton Friedman, *The social responsibility of Business is to increase its profits*, *N.Y. Times Mag.*, Sept. 13, 1970, p. 33.

⁸⁵ Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, p. 36-39.

⁸⁶ V. ainsi Jonathan D. Springer, *Corporate Constituency Statutes : Hollow Hopes and False Fears*, 1999 *Ann. Surv. Am. L.* 85 (1999), spéc. p. 126-128. V. infra, note 194 et n° 69.

mais ont au contraire toujours bénéficié d'une marge discrétionnaire afin de diminuer ceux-ci à l'avantage de l'intérêt public⁸⁷.

18.- L'apparition de nouvelles formes sociales. Il semble que le débat concernant l'intérêt social soit aujourd'hui très présent dans la littérature américaine. En premier lieu, certains auteurs (Lynn A. Stout) militent très fortement pour l'abandon d'un droit basé sur le profit des actionnaires⁸⁸ ou la possibilité de sacrifier les profits de la société pour privilégier l'intérêt public⁸⁹. Surtout, la législation américaine tend à rendre possible l'adoption par les sociétés de certaines formes sociales visant explicitement à favoriser des intérêts autres que ceux des actionnaires, par un procédé de droit spécial : serait ainsi protégé un intérêt social large, la société agissant également dans l'intérêt de ses parties prenantes. C'est là la figure de la *benefit corporation*⁹⁰, qui prend une importance croissante et est au centre de nombreux débats, des auteurs français ayant pu aller jusqu'à s'interroger sur l'opportunité d'insérer en droit français des formes sociales similaires⁹¹.

Dans les années 1990 a toutefois émergé un nouveau débat, aux États-Unis puis en France, relatif à la *corporate governance*. Ce débat permet de prolonger le débat des conflits d'intérêts et d'agence entre les actionnaires et les dirigeants, tout en l'insérant dans la thématique du respect des parties prenantes. Il permet ainsi d'approfondir la notion d'intérêt social.

⁸⁷ Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. Rev. 733 (2005), spéc. p. 738 (“Corporate managers have never had an enforceable legal duty to maximize corporate profits. Rather, they have always had some legal discretion (implicit or explicit) to sacrifice corporate profits in the public interest.”);

⁸⁸ Lynn A. Stout, *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, 3 Va. L. & Bus. Rev. 163 (2008) (sur lequel v. Jonathan R. Macey, *A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge v. Ford*, 3 Va. L. & Bus. Rev. 177) ; William W. Bratton, Michael L. Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. Pa. L. Rev. 653 (2010) ; Jingchen Zhao, *The Curious Case of Shareholder Primacy Norm : Calling for a More Realistic Theory*, 15 Int'l Trade & Bus. L. Rev. 1 (2012) spéc. p. 22 s. ; Lynn A. Stout, *On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet)*, 36 Seattle U. L. Rev. 1169 (2013) ; Lynn A. Stout, *The Toxic Side Effect of Shareholder Primacy*, 161 U. Pa. L. Rev. 2003 (2013).

⁸⁹ Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. Rev. 733 (2005).

⁹⁰ Sur laquelle, v. notamment Brian Cummings, *Benefit Corporations : How to Enforce a Mandate to promote the Public Interest*, 112 Colum. L. Rev. 578 (2012) ; Justin Blount, Kwabena Offei-Danso, *The Benefit Corporation : A Questionable Solution to a Non-Existent Problem*, 44 St. Mary's L. J. 617 (2013) ; J. Haskell Murray, *Choose Your Own Master : Social Enterprise, Certifications, and Benefit Corporation Statutes*, 2 Am. U. Bus. L. Rev. 1 (2012) ; William H. Clark, Elizabeth K. Babson, *How Benefit Corporations Are Redefining the Purpose of Business Corporations*, 38 Wm. Mitchell L. Rev. 817 (2012) ; Dana Brakman Reiser, *The Next Big Thing : Flexible Purpose Corporations*, 2 Am. U. Bus. L. Rev. 55 (2012)

⁹¹ R. Mortier, *Benefit Corporation : a model for France*, Actes prat. et ing. sociétaire, mars-avril 2013, p. 28. Adde I. Tchotourian, *Benefit Corporation et Delaware : de nouvelles perspectives pour la RSE ?*, Bull. Joly Sociétés 2013, p. 767.

3) Corporate governance, structure actionnariale et conflits d'intérêts

19.- Corporate governance. Depuis les années 1990, le débat relatif au gouvernement d'entreprise ("Corporate governance") n'a cessé de prendre de l'ampleur et a eu un impact sur la vision que l'on se fait de l'intérêt social. Provoquée par des mises en cause fréquentes de dirigeants aux États-Unis dès les années 1970 puis par des scandales financiers (affaire Enron), à nouveau dynamisée après la crise financière de 2007-2008, cette thématique propre aux sociétés cotées a eu pour origine le constat d'une dissociation croissante entre la détention du capital de la société et l'exercice du pouvoir au sein de celle-ci⁹².

C'est dans un tel débat sur la corporate governance que s'est inscrit le rapport Viénot sur le conseil d'administration des sociétés cotées en 1995, selon lequel *"l'intérêt social peut ainsi se définir comme l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant ses fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise"*.

20.- Répartition des pouvoirs. À la lumière de la crise financière récente et de ce qui a pu être considéré comme des excès du capitalisme, une attention et méfiance accrues ont été portées à l'action des dirigeants et un mouvement s'est fait jour visant à renforcer les pouvoirs des actionnaires pour leur permettre de les contrôler. La question de la répartition des pouvoirs au sein de la société a une conséquence directe sur les finalités de l'intérêt social et son impact sur les parties prenantes de la société.

À cet égard, des auteurs soutiennent que la source principale de pouvoir devrait résider dans les dirigeants. Ceux-ci devraient alors être libres de poursuivre tout objectif légal en plus de la maximisation de valeur pour l'actionnaire, créant plus de valeur en poursuivant plusieurs objectifs plutôt que celui-la seul. L'influence des actionnaires serait de plus la cause d'actions irresponsables de la part des sociétés⁹³. Favoriser le pouvoir actionnarial reviendrait alors à désavantager les parties prenantes de l'entreprise, puisque les actionnaires n'utiliseraient leur pouvoir que dans le but de se concentrer sur la création de valeur à leur profit, tout en demandant au management d'opérer un maximum de transfert de valeurs des parties prenantes

⁹² A. A. Berle, G. C. Means, *The modern corporation and private property*, New York, MacMilan, 1932.

⁹³ Lynn A. Stout, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public* (2012), spéc. p. 33 - 43 et 74 - 85.

vers eux. L'hétérogénéité de leurs intérêts et de ceux des parties prenantes requiert donc une prise de décision par le conseil d'administration, titulaire principal du pouvoir dans la société afin de la gérer de façon efficiente⁹⁴.

D'autres auteurs soutiennent toutefois l'argument contraire et demandent de faire des actionnaires le centre de priorité de la société et de ses objectifs, dans une perspective plus libérale. Il est ainsi soutenu que la concentration sur l'objectif de maximisation du profit au bénéfice de l'actionnaire est un outil servant aux dirigeants à construire des sociétés profitables⁹⁵ et que même si l'on retenait un modèle centré sur la primauté et liberté des dirigeants, leur responsabilité quant à la maximisation du profit de l'actionnaire en resterait un élément important⁹⁶.

Le gouvernement d'entreprise peut ainsi être perçu comme devant permettre aux organes sociaux d'agir conformément à la "boussole" qu'est l'intérêt social : l'intérêt social serait le principe directeur du gouvernement d'entreprise et devrait être garanti par un bon fonctionnement des conseils d'administration⁹⁷. Il en résulte de nouvelles obligations pour les sociétés et leurs dirigeants, tels les devoirs de loyauté, de diligence ou de transparence avec les actionnaires et les parties prenantes. L'intérêt social, toutefois, se heurte également à la corporate governance : il est en effet possible de relever un conflit entre ces deux thématiques. Selon un auteur, "le gouvernement d'entreprise impose explicitement une conception utilitariste de l'intérêt social, lequel serait le résultat d'une addition des intérêts catégoriels (actionnaires et parties prenantes), tandis que le droit des sociétés (pencherait) pour une conception volontariste et transcendante de l'intérêt social", conflit également présent "entre les principes du gouvernement d'entreprise et chacune des théories doctrinales de l'intérêt social, parce qu'ils ne plaident pas exclusivement en faveur d'un intérêt catégoriel quand bien

⁹⁴ Stephen Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 *UCLA L. Rev.* 601 (2006).

⁹⁵ Edward B. Rock, *Adapting to the New Shareholder Centric-Reality*, 161 *U. Pa. L. Rev.* 1907 (2013), spéc. p. 1988, concluding that a focus on shareholder wealth maximization as an end is a "tool" designed to get managers to "think and act like shareholders" in order to "build (...) valuable companies".

⁹⁶ Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy : The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 547 (2003), spéc. p. 550 : (under a director primacy model), "director accountability for maximizing shareholder wealth remains an important component".

⁹⁷ V. ainsi, Y. Paclot, *Le gouvernement d'entreprise : pour quoi faire*, in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise - pour une meilleure protection de l'intérêt social* (dir. V. Magnier), p. 279, spéc. p. 285, n° 20 s. Selon le rapport Viénot, d'ailleurs, "l'intérêt social... est le pôle vers lequel les dirigeants sociaux et tous les administrateurs doivent orienter leur conduite" (éd. ETP, Paris, p. 9).

même ces principes protègent de façon très prépondérante les actionnaires"⁹⁸. Les deux notions doivent donc être confrontées et l'intérêt social est renforcé par la corporate governance"⁹⁹.

21.- Structuration de l'actionnariat. L'intérêt social est en outre marqué par l'évolution de la structure actionnariale et l'émergence de nombreux conflits d'intérêts au sein des sociétés. Deux évolutions principales ont ainsi été relevées au début des années 2000. La première est une concentration de capitaux s'opérant en premier lieu dans des organismes de placement collectif investissant dans les instruments financiers, et non plus une concentration se produisant directement au niveau des sociétés cotées. La seconde consiste dans le passage d'un actionnariat individuel direct à une gestion collective de l'épargne, avec une part croissante des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat tels que les fonds de pension, *hedge funds* ou *mutual funds*¹⁰⁰.

Cette mutation de la structure de l'actionnariat s'est accompagnée d'un accroissement des conflits d'intérêts au sein de la société. Selon un auteur, ceux-ci se correspondent à "toute situation dans laquelle un actionnaire ou un dirigeant choisit d'exercer ses droits et pouvoirs en violation de l'intérêt commun, soit pour satisfaire un intérêt personnel extérieur à la société, soit pour s'octroyer dans la société un avantage au préjudice des autres actionnaires"¹⁰¹. Le conflit d'intérêts existerait donc entre l'actionnaire et le dirigeant, mû par ses intérêts personnels plutôt que par son devoir de mandataire social, ou encore entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. Par delà la distinction majoritaires / minoritaires, la diversification des actionnaires entraîne plus généralement l'émergence d'associés aux intérêts fortement divergents : les uns sont engagés dans la société pour une période longue, les autres pour une période très courte¹⁰² ; certains ne sont pas qu'actionnaires mais sont également salariés, la législation ayant visé à favoriser ces dernières années à favoriser la mise en place d'un tel actionnariat. Les actionnaires ont donc tous des intérêts divergents, ce qui affecte la

⁹⁸ A. Bennini, th. préc., p. 9.

⁹⁹ P. Bézard, Face à face entre la notion française d'intérêt social et le gouvernement d'entreprise, LPA 12 févr. 2004, p. 45.

¹⁰⁰ V. P. Bissara, Les mutations de l'actionnariat et le fonctionnement des sociétés cotées, in Mélanges Dominique Schmidt, p. 61.

¹⁰¹ D. Schmidt, Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, éd. Joly, 2004.

¹⁰² Le groupe d'experts sur le futur droit européen des sociétés dans son rapport remis en 2011 propose d'ailleurs qu'il puisse être précisé dans les statuts des sociétés que celles-ci font prévaloir des intérêts de long terme sur la pression des investisseurs court-termistes et que les dirigeants doivent gérer la société dans l'intérêt prioritaire de celle-ci et non dans celui des associés s'il devait y avoir un conflit entre ceux-ci et que satisfaire les actionnaires court-termistes devait avoir un effet négatif sur la viabilité à long terme de la société. V. Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, 5 April 2011, p. 36 s.

notion d'intérêt social : Philippe Bissara remarquait ainsi qu'en faisant injonction aux OPCVM, dépositaires et sociétés de gestion de ne prendre que le seul intérêt de leurs souscripteurs et "notamment pas l'intérêt commun des actionnaires des sociétés dans lesquelles ils ont investi", les investisseurs professionnels se voient interdire de prendre en compte tout intérêt annexe¹⁰³. Au contraire, l'État actionnaire peut utiliser cette qualité pour influencer sur des décisions qu'il sait contraire à l'intérêt de la société mais qu'il pense privilégier l'intérêt d'autres parties prenantes.

La loi du 29 mars 2014 s'inscrit dans le cadre de ces débats. Selon Mme Clotilde Valter en effet, "la logique trop exclusivement financière qui fait prévaloir les intérêts financiers de très court terme en sacrifiant les stratégies de long terme de développement des entreprises a causé des dégâts considérables dans nos territoires, pour les salariés et nos filières industrielles. Trop souvent, les intérêts des actionnaires vont à l'encontre des intérêts de long terme de nos entreprises, de nos filières industrielles, donc des salariés et des territoires"¹⁰⁴. Les usines fermeraient "par excès de gestion, comme dans le cas des fonds de pension"¹⁰⁵¹⁰⁶. Ce travail permettra d'éclairer dans quelle mesure ces multiples conflits d'intérêts trouvent à jouer et à se résoudre dans le droit comparé des mesures anti-OPA.

Ces débats importants étant cernés, il convient d'examiner leur insertion dans les thématiques propres aux OPA. Durant celles-ci, les conflits d'intérêts entre actionnaires ou dans lequel sont placés les dirigeants peuvent pleinement trouver à jouer, par exemple. De même, les parties prenantes de l'entreprise peuvent être fortement touchées par les OPA, ce qui explique la forte préoccupation qu'en ont les pouvoirs publics.

¹⁰³ V. art. L.214-9 C. mon. fin. ; P. Bissara, art. préc., spéc. p. 70, n° 11.

¹⁰⁴ Intervention lors de la séance du 24 février 2014 à l'Assemblée nationale, JORF 2014 n°28 du 25 février 2014, p. 2193-2194.

¹⁰⁵ M. Jean-Charles Taugourdeau, JORF 19 septembre 2013, n°105, compte rendu de la séance du 18 septembre 2013, p. 9055.

¹⁰⁶ Comme relevé précédemment, les parlementaires ne semblent guère, en règle générale, se soucier de la véracité de leurs motivations. Pour un aperçu de la littérature, avec des résultats parfois contraires, v. notamment Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, The Long-Term Effects of Hedge-Fund Activism, Forthcoming, 114 Colum. L. Rev (2014) ; Martin Geller, The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy, 43 Seton Hall L. Rev 909 (2013) ; William W. Bratton, Michael L. Wachter, Shareholders and Social Welfare, 36 Seattle U. L. Rev. 489 (2013) ; Dionysia Katelouzou, Myths and Realities of Hedge Fund Activism : Some Empirical Evidence, 7 Va. L. & Bus. Rev. 459 (2013) ; Emeka Duruigbo, Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia, 100 Ky. L. J. 531 (2011).

3) L'intérêt social dans la législation OPA

22.- Un lien certain. Les propos liminaires illustrent qu'il existe un lien fort entre, d'une part la gouvernance des entreprises et la notion d'intérêt social¹⁰⁷, d'autre part les opérations de fusions-acquisitions telles les OPA. L'intérêt social, dans les divers sens où il peut être entendu, permet d'éclairer les défenses anti-OPA¹⁰⁸ et les motifs pouvant sous-tendre leur réglementation.

La doctrine, la législation et la jurisprudence, interne et comparée, énoncent par exemple que la société cible d'une OPA ne peut se défendre qu'en respectant son intérêt social. La détermination imprécise de cette notion ne pourrait alors que rendre plus flou le droit des défenses anti-OPA, puisque ce dernier dépendrait de la conception que l'on retient de l'intérêt social. La solution à donner aux conflits d'intérêts surgissant entre les organes de la société eux-mêmes ou quant à ses parties prenantes, serait de nature à donner plus ou moins de liberté dans l'adoption de mesures anti-OPA. Elle influencerait également sur la répartition des compétences dans l'adoption de telles mesures.

i) Quant à l'adoption des mesures de défense

23.- Conflits d'intérêts propres aux OPA : compétence des actionnaires. Une critique récurrente concernant le pouvoir des dirigeants, soulevée par des membres de la doctrine américaine, estime que conférer un pouvoir de décision aux dirigeants en matière de défenses anti-OPA est contraire aux intérêts des actionnaires en ce qu'ils préféreraient préserver leurs propres intérêts et emplois au détriment de l'intérêt de la société elle-même et de celui de ses actionnaires¹⁰⁹. Le pouvoir de décision quant aux défenses anti-OPA devrait à ce titre être confié aux actionnaires puisque les dirigeants pourraient adopter des mesures anti-OPA conformes à leur seul intérêt et contraires à celui de la société ou de ses actionnaires.

¹⁰⁷ Ce lien est illustré dès le titre de certains ouvrages : V. La gouvernance des sociétés cotées face à la crise - Pour une meilleure protection de l'intérêt social, (dir.) V. Magnier, préf. P. Marini, L.G.D.J., 2010.

¹⁰⁸ D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, Rev. sociétés 2012, p. 475.

¹⁰⁹ Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law (1991) ; Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harv. L. Rev. 1161, spéc. p. 1164 (1981) ; Ronald Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in tender Offers, 33 Stan. L. Rev. 819 (1981)

Cette méfiance et la perception de possibles conflits d'intérêts est contenue dans la Directive de 2004, dont l'article 9-1 dispose que les dirigeants sociaux doivent s'abstenir de leur propre chef de prendre toute "mesure susceptible de faire échouer l'offre" et que leurs pouvoirs en cours d'offre se résument à la gestion "du cours normal des activités" de la société. Il leur est donc interdit de procéder à "toute mesure de nature exceptionnelle"¹¹⁰. Une telle vue visant à protéger les actionnaires et leurs intérêts s'applique également au Royaume-Uni, où le Takeover Code interdit aux dirigeants de mettre en oeuvre des défenses ayant pour effet d'empêcher une offre anticipée ou actuelle¹¹¹. La loi française de 2006 transposant la directive avait également retenu cette option, considérée comme la plus libérale puisqu'elle permet aux actionnaires de décider librement des mérites d'une offre et, éventuellement, de se défendre contre celle-ci.

24.- Compétence des dirigeants et administrateurs. Cette opinion quant à la détermination de la répartition des compétences n'est pas uniformément partagée : il est en effet possible de penser qu'au lieu de défendre leurs intérêts personnels, les dirigeants sont bien les organes de la société les mieux placés pour déterminer la réponse à apporter à une offre. Bénéficiant d'une meilleure information sur la société, sur ses perspectives de développement et sur sa valeur réelle, ils sont les plus à même d'évaluer les synergies qui résulteraient de l'opération ou de défendre au mieux la société afin que les actionnaires bénéficient du meilleur prix¹¹². De plus, laisser le pouvoir de décider de la mise en place des défenses anti-OPA aux actionnaires n'est pas la panacée si l'on considère les phénomènes d'arbitrage ayant cours lors des OPA, voyant des arbitragistes acheter leurs titres aux institutionnels en vue de les revendre à un prix supérieur après une amélioration du cours de bourse au fur et à mesure de l'offre. Le problème est le même quant aux possibilités de dissociation du droit de vote et de détention du capital. En toute hypothèse, l'approche favorable aux *managers* (conseil d'administration, dirigeants) dans l'élaboration des défenses anti-OPA a été retenue dès la transposition de la directive par certains pays européens (notamment l'Allemagne ou les Pays-

¹¹⁰ Considérant 11 de la Directive.

¹¹¹ V. art. 21 du Takeover Code : "During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting, take any action which may result in any offer or bona fide possible offer, being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits". V. également, John Armour, David A. Skeel, Who writes the Rules for Hostile Takeovers and Why? The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation, 95 Geo. L.J. 1727 (2007).

¹¹² V. en ce sens : Martin Lipton, Takeover Bids in the Target's Boardroom, 35 Bus. Law. 101, spéc. p. 104-05 (1979) ; John C. Coffee, Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, 84 Colum. L. Rev. 1145, spéc. p. 1149 (1984) ; Martin Lipton, Pills, Polls, and Professors Redux, 69 U. Chi. L. Rev. 1037 (2002).

Bas) grâce à la faculté d'opt-out prévue par l'article 12 de la Directive de 2004. Suite à la loi Florange du 29 mars 2014, le droit français s'inscrit désormais dans ce mouvement.

Cette liberté des organes de direction est également celle adoptée par le droit américain dans l'État du Delaware, à travers une série de décisions prises par ses cours et tribunaux dont les solutions illustrent les débats sur l'intérêt social. La législation relative aux offres publiques d'acquisition relève en effet des États et non du niveau fédéral, la législation pouvant être appréciée de façon pertinente dans cet État puisque la plupart des sociétés importantes américaines y sont immatriculées¹¹³. Elles y profitent en effet d'une législation libérale, qui ne doit pas occulter le fait que la législation relative aux offres publiques et aux défenses anti-OPA puisse être plus permissive dans d'autres États en accordant plus de liberté aux organes de direction¹¹⁴. Ainsi, certains États dont la législation ne sera pas étudiée (car non pertinente au regard de l'implantation des sièges sociaux) sont allés jusqu'à adopter des lois imposant ou permettant aux dirigeants de prendre en compte les intérêts de parties prenantes dans l'adoption de défenses anti-OPA, au sacrifice du profit attendu pour la société ou ses associés¹¹⁵. Le droit français, à nouveau, prend un tel virage en décidant d'associer plus avant les salariés dans les défenses anti-OPA.

¹¹³ Le droit du Delaware sur les OPA, et son droit des sociétés en général, est en outre le plus développé et pris en compte par les juridictions fédérales, ou de niveau fédéré dans l'application du droit d'autres États. V. ainsi, p. ex., *IBS Fin. Corp. v. Seidman & Assocs., LLC*, 136 F.3d 940 (3d Cir. 1998), p. 949-951, appliquant le droit du Delaware comme celui qu'appliqueraient les juridictions du New Jersey quant à l'activité du conseil d'administration en l'absence de précédent du New Jersey sur le sujet ; *Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp.*, 978 F. Supp. 1342 (D. Nev. 1997), p. 1346 : "Where, as here, there is no Nevada statutory or case law on point for an issue of corporate law, this Court finds persuasive authority in Delaware case law (...)".

¹¹⁴ Les législations anti-OPA des différents États dites "de première génération" avaient été invalidées par la Cour Suprême des États-Unis en ce qu'elles visaient à régir toute société exerçant une activité dans chacun des États (*Edgar v. MITE Corp.*, 457 U.S. 624 (1982)). Les législations dites "de seconde génération" ont été validées par l'arrêt *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, 481 U.S. 69 (1987). L'on peut noter que le débat concernant la compétence en matière de législation anti-OPA a repris très récemment de la vigueur, des auteurs venant de soutenir l'invalidité constitutionnelle des *poison pills* : Lucian A. Bebchuk, Robert J. Jackson, Columbia Public Law Research Paper n°14-386 (Forthcoming, *Columbia Law Review*, Volume 114, march 2014).

¹¹⁵ V. ainsi Jonathan D. Springer, *Corporate Constituency Statutes : Hollow Hopes and False Fears*, 1999 *Ann. Surv. Am. L.* 85 (1999). Sur les "constituency statutes", v. infra n° 69 et note 194.

ii) Quant aux mesures adoptées

25.- L'exigence du respect de l'intérêt social. Il est notable, tout d'abord, que le corpus normatif français n'imposait pas explicitement le respect de l'intérêt social de la société cible quand elle se défend.

Tel était pourtant le cas de l'ancien Règlement n°89-03 de la COB, dont l'article 3 alinéa 1er disposait qu'en période d'offre publique, tant l'initiatrice que la cible devaient s'assurer que leurs "actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social". Si le Règlement Général de l'AMF n'y fait lui aucune référence, la condition n'a toutefois jamais semblé abandonnée : la jurisprudence continue de faire référence au nécessaire respect de l'intérêt social de la cible et la doctrine soulignait de manière unanime que ""le respect de l'intérêt social est une exigence permanente de la vie des sociétés"¹¹⁶. La directive OPA, toutefois, fait expressément mention de l'intérêt social en son article 3-1) c) fixant des principes généraux, parmi lesquels : l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre. La loi du 29 mars 2014 opère en la matière une clarification, en modifiant l'article L. 233-32 du Code de commerce qui prévoit désormais que les décisions dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre sont prises "dans la limite de l'intérêt social de la société". Ici encore, la satisfaction de ce critère, implicite ou explicite, dépend prioritairement de la définition que l'on retient de l'intérêt social. Aux États-Unis, la jurisprudence donne également à voir le nécessaire respect de l'intérêt social de la société, avec la prise en compte des intérêts des actionnaires ou des parties prenantes selon les hypothèses et l'édition d'un test de proportionnalité auquel sont soumises les défenses.

26.- Droit comparé. Plus largement, cette condition du respect de l'intérêt social n'est pas ignorée du droit comparé. La Cour Suprême des Pays-Bas a ainsi jugé, par une décision du 13 juillet 2007 dans l'affaire ABN Amro, que dans la mise en place d'une défense anti-OPA, un conseil d'administration ne devait pas suivre le seul intérêt des actionnaires en tentant d'obtenir le meilleur prix possible mais devait également considérer les intérêts de l'ensemble des parties prenantes (*stakeholders*) à savoir, outre les intérêts de la société, également ceux

¹¹⁶ A. Viandier, OPA-OPE et autres offres publiques, 2010, 4ème éd., Éd. Francis Lefebvre, n° 336, n° 730. Tous les auteurs sont en ce sens.

des employés, clients et créanciers tant à court terme qu'à long terme¹¹⁷. En droit canadien également, les administrateurs peuvent prendre en compte les intérêts des parties prenantes et n'ont pas obligation de favoriser les intérêts des actionnaires¹¹⁸. Au Royaume-Uni enfin, le Takeover Code impose également au conseil d'administration de prendre en considération tant les intérêts des actionnaires que ceux de la société "comme un tout"¹¹⁹

27. Plan et intérêt du sujet. Dès lors, l'intérêt social agissant comme une "boussole" de la société, ce "mot-piège"¹²⁰ peut éclairer les défenses anti-OPA à deux égards. La vision que l'on en retient permettra de procéder à l'étude de la répartition des pouvoirs au sein de la société en ce qui concerne la décision de mise en place de mesures de défense anti-OPA. Confier le droit de décider de l'adoption des défenses au conseil d'administration ou à l'assemblée générale est en effet le signe clair d'une orientation de l'intérêt social (I). Ensuite, puisque la société est le centre de conflits d'intérêts et que les OPA mettent ceux-ci pleinement en lumière, la mise en place de défenses anti-OPA peut parfois se rapprocher d'un certain "désintérêt social"¹²¹ en ce qu'elles ne seraient pas nécessairement guidées par le meilleur intérêt de la société mais par d'autres considérations. Il convient donc d'étudier quelles défenses sont permises, quelles sont leurs limites et quels intérêts doivent être pris en compte par une société dans sa lutte contre une OPA (II).

L'étude comparatiste du régime français et du régime américain permettra en outre de s'interroger sur les évolutions du premier. En effet, tandis que les deux modes de régulation divergeaient dans leur philosophie puisque la France imposait la neutralité des organes d'administration là où les États-Unis les laissaient libres d'intervenir, le droit comparé des défenses anti-OPA fait désormais l'objet d'une convergence. Aussi, au lendemain de la loi du 29 mars 2014, le droit américain peut fournir des indices de choix dans les évolutions qui pourraient être celles, demain, du droit français, notamment au regard de la responsabilité des administrateurs.

¹¹⁷ Sur la décision, v. D. Martin, B. Kanovitch, B.-O. Becker, RTDF n°1-2006, p. 100-101.

¹¹⁸ BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976, 2008 CSC 69. V. S. Rousseau, Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle, la Cour suprême du Canada propose sa grille d'analyse, Bull. Jol. Soc., 2010, n° 3, p. 297.

¹¹⁹ General Principle n°3 : The board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid.

¹²⁰ Selon l'expression de Th. Favario, L'intérêt social, reflet d'une éthique libérale, CDE 2013, étude 11.

¹²¹ A. Couret, Le désintérêt social, in Mélanges Bézard, L.G.D.J., 2002. Nous entendons toutefois le terme de désintérêt dans un sens différent de l'auteur, qui exclut par exemple les situations de conflits d'intérêt donnant lieu à discussion sur l'intérêt social. MM. Martin et Poracchia (art. préc.) rapprochent ainsi les défenses anti-OPA du "désintérêt pour la prospérité".

I. L'INTÉRÊT SOCIAL DANS L'ADOPTION DES MESURES DE DÉFENSE ANTI-OPA : LA COMPÉTENCE DES ORGANES D'ADMINISTRATION ET DE DIRECTION

Le droit américain a de façon traditionnelle attribué aux organes d'administration la compétence d'adoption des mesures de défenses anti-OPA (A) ; le droit français, après avoir opté pour une vision contraire, a fini par également consacrer ce principe (B).

A. UN PRINCIPE AMÉRICAIN TRADITIONNEL

À l'issue d'un débat concernant les administrateurs et la situation de conflit d'intérêts dans laquelle ceux-ci se trouvent, la jurisprudence américaine est venue se prononcer sur leur compétence d'adoption de mesures anti-OPA et ses modalités.

1) Le débat sur le pouvoir de défense des administrateurs

28. Une situation menant au refus du pouvoir des administrateurs. Au coeur du droit des sociétés¹²², la question du pouvoir de décision est également au coeur du droit des OPA. Dans le cas d'une offre publique, celle-ci prend alors la tournure suivante : doit-il revenir aux actionnaires de décider du caractère hostile de l'offre et des mesures de défense à y apporter, ou cela doit-il relever de la compétence du conseil d'administration¹²³? Alors que les années 1970 et 1980 furent celles de la montée en puissance des OPA non sollicitées, la question s'est posée avec une importance croissante puisque les professionnels développaient, pour y répondre, des mesures défensives basées sur la primauté et le pouvoir de décision des administrateurs¹²⁴. La réponse apportée à ce problème est équivalente à une prise de position sur le débat entre modèle contractuel ou institutionnel de la société¹²⁵, ayant préoccupé la doctrine américaine. Les partisans du premier modèle, à l'évidence, soutiennent que le choix d'accepter ou non une offre doit revenir aux actionnaires après que les administrateurs aient pu négocier un meilleur prix ou rechercher d'autres offrants. Les auteurs défendant la vue institutionnelle, au contraire, estiment que la décision de décider du caractère de l'offre et de

¹²² V. supra n° 20.

¹²³ Michael P. Dooley, *Two Models of Corporate Governance*, 47 Bus. Law. 461 (1992), spéc. p. 521.

¹²⁴ Ainsi, par exemple, des *poison pills* ou des *staggered boards*.

¹²⁵ En anglais, respectivement "property model" et "entity model". V. William T. Allen, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, 14 Cardozo L. Rev 261 (1992).

la mise en place de défenses doit revenir aux administrateurs : ceux-ci doivent se voir reconnaître le droit de répondre négativement à l'offre, pour le compte des actionnaires, puis d'y résister. Confier ces pouvoirs aux administrateurs est, en outre, de nature à leur confier un pouvoir de négociation supérieur afin d'obtenir un meilleur prix de la part de l'offrant¹²⁶.

Retenir la compétence des administrateurs pour résister à une offre publique est toutefois problématique au regard des conflits d'intérêts les concernant. Dès 1962 dans son arrêt *Bennett v. Propp*, la Cour Suprême du Delaware relevait ainsi qu'il "convient de garder à l'esprit le danger inhérent au rachat d'actions sur les fonds de la société pour résister à une menace concernant la politique de la société lorsqu'est en jeu une menace sur son contrôle. Les administrateurs sont par définition confrontés à un conflit d'intérêts et une décision objective de leur part est difficile"¹²⁷. Le juge Posner, dans la décision *Dynamics Corp.* de 1986, pointa également du doigt que "quand les dirigeants mettent en place des obstacles à l'acquisition de la société par un investisseur qui les licenciera probablement en cas de succès de sa tentative d'acquisition, ils ont un conflit d'intérêts patent auquel il n'est pas remédié par l'attribution du pouvoir de décision dans un conseil d'administration où les *insiders* sont minoritaires... Personne n'aime être licencié, qu'il soit juste administrateur ou également dirigeant"¹²⁸.

29.- Une situation pouvant justifier le pouvoir des administrateurs. D'autres arguments permettent de soutenir la compétence des administrateurs quant à l'adoption des défenses anti-OPA. Ainsi, donner le pouvoir aux administrateurs pourrait "aider des actionnaires multiples à coordonner leurs actions vis-à-vis d'un acquéreur potentiel"¹²⁹ ; ce faisant, les administrateurs servent l'intérêt des actionnaires et le conflit d'agence est résolu dans un sens favorable à ces derniers. De même, les administrateurs sont considérés comme les plus

¹²⁶ En ce sens, v. Leo Herzel et al., *Why Corporate Directors Have a Right to Resist Tender Offers*, 61 *Chi. Bus. Rec.* 152 (1979), spéc. p. 154 ; Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 *Bus. Law.* 101 (1979), spéc. p. 108 ; William H. Steinbrink, *Management's Response to the Takeover Attempt*, 28 *Case W. Res. L. Rev.* 882 (1978), spéc. p. 893.

¹²⁷ *Bennet v. Propp*, 187 A.2d 405 (Del. 1962) : "we must bear in mind the inherent danger in the purchase of shares with corporate funds to remove a threat to corporate policy when a threat to control is involved. The directors are of necessity confronted with a conflict of interest, and an objective decision is difficult".

¹²⁸ *Dyanmics Corp. of Am. v. CTS Corp.*, 794 F.2d 250 (7th Cir. 1986), spéc. p. 256 (reversed on other grounds, 481 U.S. 69 (1987)) : "When managers are busy erecting obstacles to the taking over of the corporation by an investor who is likely to fire them if the takeover attempt succeeds, they have a clear conflict of interest, and it is not cured by vesting the power of decision in a board of directors in which insiders are a minority... No one likes to be fired, whether he is just a director or also an officer".

¹²⁹ J.-P. Labroue, *Le droit du Delaware impose-t-il aux administrateurs d'une société cible le devoir d'examiner toute offre hostile d'achat?*, *RJDAI* 1995, n°7.

compétents et les plus informés pour évaluer l'offre : ainsi, c'est eux qui ont la meilleure connaissance des activités de la société, de sa rentabilité, de ses plans de développement et de sa stratégie. Les actionnaires ne disposent pas de telles informations et pourraient céder à une offre supérieure au cours de bourse alors que celle-ci serait, en vérité, à un prix inférieur à la valeur réelle de la société. L'asymétrie d'information conduit donc à confier le pouvoir de décision aux administrateurs. Enfin, si l'époque contemporaine est moins marquée par cette pratique, les offres dites *blitzkrieg*, ou *Saturday Night Special*, étaient fortement coercitives pour les actionnaires et les administrateurs sont ainsi les plus aptes à les défendre en ce cas de figure.

30.- Jurisprudence préliminaire. Avant ses arrêts déterminant le droit actuel¹³⁰, la Cour Suprême du Delaware se prononça en faveur de la compétence du conseil d'administration. Afin de prendre en considération les conflits d'intérêts concernant les administrateurs, cette compétence fut toutefois entourée de limites. C'est ainsi que dans son arrêt *Cheff v. Mathes*¹³¹ la Cour Suprême du Delaware mit ainsi en place le test dit "primary purpose", en vertu duquel afin de bénéficier de la *business judgment rule*, les administrateurs devaient prouver qu'ils avaient "des motifs raisonnables de penser qu'un danger pour l'effectivité et la politique de la société existait"¹³² et qu'ils n'avaient pas agi dans le but prioritaire de rester dans leurs fonctions. Cet arrêt fut toutefois critiqué, les conditions d'exonération de responsabilité des administrateurs étant estimées trop larges pour que celle-ci soit jamais mise en jeu à leur égard, en plus d'être facilement manipulables¹³³. Plusieurs auteurs critiquèrent fortement cet état du droit et proposèrent d'autres solutions. Ronald J. Gilson proposa ainsi que le conseil d'administration ne soit autorisé à utiliser des techniques défensives qu'afin d'obtenir la meilleure offre possible pour les actionnaires¹³⁴ ; Frank. H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, pour leur part, ne reconnaissaient aucun rôle aux administrateurs d'une société cible dans les défenses anti-OPA et voulaient donc leur imposer une passivité totale face aux offres hostiles, justifiant notamment leur position par les gains d'agence qu'elle engendrerait¹³⁵.

¹³⁰ V. infra n° 31.

¹³¹ *Cheff v. Mathes*, 199 A. 2d 548 (Del. 1964).

¹³² *Cheff v. Mathes*, 199 A. 2d 548 (Del. 1964), p. 555 : "reasonable grounds to believe a danger to corporate policy and effectiveness existed".

¹³³ Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations : The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stan. L. Rev.* 819 (1981), spéc. p. 829.

¹³⁴ Ronald J. Gilson, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, 35 *Stan. L. Rev.* 51 (1982) ; Ronald J. Gilson, *The Case Against Shark Repellent Amendments : Structural Limitations on the Enabling Concept*, 34 *Stan. L. Rev.* 775 (1982).

¹³⁵ Par peur de perdre leur position sans pouvoir tenter de résister à une offre hostile, les administrateurs et dirigeants seraient amenés à gérer la société de façon la plus efficiente pour les actionnaires afin que sa

Dans son arrêt *Unocal* de 1985, la Cour Suprême du Delaware va finalement consacrer les principes, encore en vigueur, permettant au conseil d'administration de défendre la société contre une OPA. Si ces principes sont dérogoratoires au droit commun, celui-ci reste applicable quant à la question du pouvoir de rejet de l'offre.

2) La consécration du pouvoir de défense des administrateurs

Si l'adoption de défenses anti-OPA est soumise à un test différent de la règle du *business judgment* de droit commun, la décision d'acceptation ou de rejet de l'offre par le conseil d'administration reste quant à elle soumise au *business judgment* de droit commun.

a) Le pouvoir de rejet de l'offre par les administrateurs

31.- Business judgment rule. Avant d'adopter d'éventuelles mesures défensives, le conseil d'administration de la société cible est en droit d'accepter ou de refuser l'offre. Le fait qu'un prix supérieur au cours de bourse soit offert (*premium*) n'impose aucunement au conseil d'administration d'accepter l'offre ; il peut au contraire, de bonne foi et en bénéficiant d'une information complète, décider qu'il est dans les meilleurs intérêts de la société de la refuser. Dans sa décision, le conseil d'administration est soumis au test de droit commun du *business judgment*, lequel comprend de façon traditionnelle trois composantes : le devoir de loyauté, le devoir de bonne foi, le devoir de diligence¹³⁶.

Bénéficiant de la présomption du devoir de diligence au titre duquel les administrateurs doivent exercer un jugement informé, les administrateurs devraient se rendre coupable de négligence grave¹³⁷ dans leur décision pour que la présomption soit renversée.

valorisation soit élevée et qu'elle ne puisse donc être l'objet d'une offre que de façon improbable. V. Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981) ; *Auctions and Sunk Costs in Tender offers*, 35 Stan. L. Rev. 1 (1982) ;

¹³⁶ Jusqu'en 2005 il était traditionnellement jugé que les administrateurs avaient un trio de devoirs fiduciaires : "Duty of loyalty, duty of good faith, duty of due care (v. ainsi *McMullin v. Beran*, 765 A. 2d 10 (Del. 2000), p. 917). Depuis 2006, il semble toutefois que le devoir d'agir de bonne foi soit de niveau inférieur aux deux autres et soit un sous-devoir de l'obligation de loyauté : v. *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006), p. 370.

¹³⁷ "(Gross negligence means) reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders' or actions which are without the bounds of reason" : *In re Lear Corp. S'holders Litig.*, 926 A.2d 640 (Del. Ch. Sept. 2, 2008), p. 652 n.42.

Contraints au devoir de loyauté, les administrateurs ne peuvent agir, seulement ou de façon prioritaire, dans un but personnel ou non propre à la société ; ils ne peuvent ainsi pas agir avec pour seule fin de préserver leur position en tant qu'administrateur. Le fait qu'un administrateur ait un intérêt personnel n'est toutefois pas de nature à renverser la présomption s'il n'a pas également été déloyal¹³⁸, et n'est pas de nature à renverser la présomption bénéficiant au conseil si la décision collective n'a pas été affectée par l'atteinte au devoir individuel¹³⁹.

Enfin, le devoir d'agir de bonne foi serait enfreint lorsque les administrateurs agissent avec le but intentionnel de favoriser des intérêts autres que ceux de la société, dans un désintéret conscient de ses devoirs ou encore avec l'intention d'enfreindre la loi¹⁴⁰.

Dans le simple rejet de l'offre, les administrateurs bénéficient de la présomption selon laquelle ils se sont conformé à ces trois devoirs. En effet, la Cour Suprême du Delaware énonce que le simple fait de rejeter une offre ne constitue pas en soi une mesure défensive¹⁴¹ et ne soumet pas le conseil d'administration aux exigences rehaussées étudiées ci-après. Les règles traditionnelles du droit des sociétés américain s'appliquent donc : en cas d'action judiciaire introduite contre un administrateur, par exemple par un actionnaire insatisfait, il appartiendra à ce dernier de renverser la présomption dont bénéficient les administrateurs et de démontrer que l'administrateur a, ce faisant, violé ses devoirs fiduciaires. Tel n'est en revanche pas le cas quand sont adoptées par les administrateurs les défenses anti-OPA stricto sensu.

b) Le pouvoir de défense de la société par les administrateurs

32.- Unocal : *business judgment rule* rehaussée (1).- Prenant position dans le débat concernant la répartition des pouvoirs au sujet des défenses anti-OPA en 1985 dans son arrêt *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹⁴², la Cour suprême du Delaware se prononça en faveur d'un rôle prédominant du conseil d'administration. Si elle précisa alors que celui-ci n'était pas un organe passif¹⁴³, une décision ultérieure (*Unitrin*) ajoutera que le conseil d'administration

¹³⁸ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), p. 362-365.

¹³⁹ *Id.*

¹⁴⁰ *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006), citant *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A.2d 27 (Del. 2006), p. 66.

¹⁴¹ *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del. 2009), p. 705.

¹⁴² *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

¹⁴³ *Id.* p. 954 : "a board of directors is not a passive instrumentality".

est le gardien du bastion sociétaire et le protecteur des actionnaires de la société¹⁴⁴. Les limites de l'action du conseil d'administration ont ainsi été posées, déterminant la violation ou non de la *business judgment rule*¹⁴⁵ : cette règle, posant une présomption d'action conforme à l'intérêt de la société et des actionnaires par les administrateurs, ne s'appliquera qu'après satisfaction d'un test en deux étapes posé par l'arrêt *Unocal*. La supervision juridictionnelle exercée au regard des défenses anti-OPA correspond ainsi à ce qui a pu être décrit comme un standard *business judgment* "augmenté" (*enhanced scrutiny*) ou "conditionnel"¹⁴⁶, ce rehaussement étant justifié par les conflits d'intérêts pesant sur le conseil d'administration¹⁴⁷.

Dès lors, le conseil d'administration est soumis à un standard comportant deux tests : le premier test consiste dans la vérification des motifs raisonnables de perception d'une menace ; le second consiste dans le test du caractère raisonnable de la défense mise en place.

33.- Test des motifs raisonnables dans la perception de la menace. La charge de la preuve pèse sur les administrateurs, qui doivent prouver au titre de ce premier test qu'ils disposaient de "motifs raisonnables laissant croire qu'une menace quant à l'effectivité de la société et sa politique existait"¹⁴⁸. Si la teneur du caractère raisonnable des motifs guidant les administrateurs est spécifique à chaque espèce et ne semble pouvoir être perçue de façon uniforme¹⁴⁹, il convient toutefois de noter que, de manière générale, la charge de la preuve est satisfaite quand les administrateurs ont agi de bonne foi et après une étude raisonnable de l'offre¹⁵⁰.

34.- La bonne foi. La condition de la bonne foi, que doivent prouver les administrateurs, exige qu'ils aient perçu de bonne foi une menace avant d'adopter des mesures anti-OPA. Cette condition est satisfaite lorsque ceux-ci ont agi en réaction à une menace perçue envers la

¹⁴⁴ *Unitrin Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A. 2d 1361 (Del. 1995), p. 1387-1388 : "the defender of the metaphorical medieval corporate bastion and the protector of the corporation's shareholders".

¹⁴⁵ V. supra, n° 31.

¹⁴⁶ Michael. P. Dooley, *Two Models of Corporate Governance*, préc., p. 515.

¹⁴⁷ *Unocal*, 493 A.2d, p. 954 : "Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred".

¹⁴⁸ "Id.", p. 955 : "reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed". L'origine de ce premier critère réside dans la décision *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 (Del. 1964), préc.

¹⁴⁹ *Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Systems, Inc.*, 728 A.2d 25 (Del. Ch. 1998) (judgment affirmed, 721 A.2d 1281 (Del. 1998)).

¹⁵⁰ *Id.*, p. 955 : "by showing good faith and reasonable investigation".

société et non dans le but de préserver leurs fonctions. Les administrateurs n'ont pas, au titre de leur devoir d'agir de bonne foi, l'obligation de communiquer directement avec l'offrant¹⁵¹.

35.- L'étude raisonnable. Le critère de l'étude raisonnable à laquelle doivent s'être livrés les administrateurs est satisfait lorsque ceux-ci démontrent qu'ils étaient informés de façon adéquate de l'offre. Les administrateurs n'ont pas à ce titre l'obligation de consulter des conseils extérieurs (banquiers, avocats...) en adoptant les défenses anti-OPA, du moment qu'ils disposent de l'information adéquate leur permettant d'adopter une opinion objective et informée¹⁵². Le fait qu'ils consultent ceux-ci sera toutefois de nature à rendre plus probable leur satisfaction du critère. Le caractère de "menace" de l'offre sera ainsi établi en prenant en considération "l'inadéquation du prix offert, la nature et le moment de l'offre, les questions d'illégalité, l'impact sur les parties prenantes autres que les actionnaires (...), la qualité des titres offerts en échange"¹⁵³.

36.- Caractère factuel de la satisfaction des deux critères. Les tribunaux américains utilisent la technique du faisceau d'indices afin de vérifier la satisfaction du test du caractère raisonnable des motifs des administrateurs. Les indices permettent ainsi de le caractériser dans son ensemble, plutôt que par chacune de ses deux composantes.

Le juge Chandler a ainsi synthétisé certains critères dans une récente affaire *Air Products* : "la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants doublée de la consultation d'experts légaux et financiers constitue une première présomption de bonne foi et d'étude raisonnable" ; les administrateurs doivent alors prouver "leur étude raisonnable, le caractère raisonnable de leur démarche, ainsi que le résultat auquel ils ont abouti"¹⁵⁴. Constituent donc d'importants critères de satisfaction du test : le délai dans lequel le conseil d'administration a pris sa décision, laquelle ne doit pas être trop hâtive¹⁵⁵ ; la neutralité des administrateurs¹⁵⁶, qui doit

¹⁵¹ Katz v. Chevron Corp., 22 Cal. App. 4th 1352, 27 Cal. Rptr. 2d 681 (1st Dist. 1994).

¹⁵² Chesapeake Corp. v. Shore, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2003).

¹⁵³ "Inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on 'constituencies' other than shareholders (...) and the quality of securities being offered in the exchange". V. In re Sea-Land Corp. Shareholders Litig., 646 A.2d 792 (Del. Ch. 1993) ; Unocal v. Mesa Petroleum, 493 A.2d 946 (Del. 1985) p. 955.

¹⁵⁴ Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc., 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011), p. 103 et 92 : "the presence of a majority of outside independent directors copled with a showing of reliance on advice by legal and financial advisors, constitutes a prima facie showing of good faith and reasonable investigation". Directors "have the burden of showing the reasonableness of their investigation, the reasonableness of their process, and *also of the result that they reached*" (le juge Chandler souligne).

¹⁵⁵ Van Gorkom, 488 A.3d 858 (Del. 1985), p. 875.

permettre à chaque offrant d'accéder aux mêmes informations ; l'indépendance du conseil d'administration ; la consultation d'experts. Bien qu'un conseil d'administration puisse être majoritairement composé d'administrateurs indépendants, la décision du conseil d'administration ne sera pas considérée comme satisfaisant le test *Unocal* si le processus de décision a été, en fait, dominé par un administrateur également doté d'une fonction de direction (*inside director*).

Ces critères peuvent être illustrés par l'affaire *Moore Corp*¹⁵⁷. Dans celle-ci, le conseil d'administration a été reconnu comme ayant satisfait à son obligation d'action de bonne foi et d'étude raisonnable en estimant que l'offre était une menace pour la société après avoir conduit une étude ayant révélé que les stratégies mises en place par les dirigeants avaient commencé à produire des résultats croissants dépassant leurs prévisions et amenant raisonnablement à une hausse future de la profitabilité. Les actionnaires se voyaient par conséquent menacés par l'offre faite à un prix trop bas mais à laquelle ils auraient pu être tentés d'amener leurs titres du fait de leur ignorance des perspectives futures de la société. Le conseil d'administration, majoritairement composé d'administrateurs indépendants, avait sollicité l'opinion d'un conseil extérieur ayant conclu au prix trop bas de l'offre.

Si le conseil d'administration satisfait au test du caractère raisonnable de sa défense, il bénéficiera ainsi d'une liberté certaine pour déterminer si une offre non sollicitée constitue une menace quant à l'effectivité de la société et sa politique. Il lui reste alors à satisfaire un deuxième critère.

37.- Test du caractère raisonnable de la défense. Renvoi¹⁵⁸. Le deuxième aspect du test résultant de l'arrêt *Unocal* consiste dans la proportionnalité de la défense anti-OPA à la menace pesant sur la société. À ce titre, il sera étudié *infra* au titre des limites aux défenses anti-OPA.

¹⁵⁶ *MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. v. Revlon, Inc.*, 501 A.2d 1239 (Del. Ch. 1985), p. 1249 ; *In re The Topps Co. S'holders Litig.*, 926 A.2d 58 (Del. Ch. 2007), p.92-93.

¹⁵⁷ *Moore Corp. Ltd. v. Wallace Computer Services, Inc.*, 907 F. Supp. 1545 (D. Del. 1995).

¹⁵⁸ V. *infra* n° 109.

38.- Conclusion. Le droit américain, depuis 1985, retient la compétence de principe du conseil d'administration afin de mettre en place des défenses anti-OPA. Il consacre ce faisant une certaine vision de l'intérêt social selon laquelle les administrateurs sont mieux placés que les actionnaires pour savoir quelle réaction adopter face à une offre non sollicitée : tandis que les actionnaires pourraient s'avérer laxistes dans l'adoption de défenses anti-OPA puisqu'ils préféreraient réaliser un profit à court-terme, les administrateurs sont plus à même de défendre la cible afin de lui permettre de soutenir sa croissance à long terme. Alors que le droit français n'avait pas consacré cette solution lors de sa transposition de la Directive OPA en 2006 et avait opté pour une voix plus libérale laissant le champ libre aux actionnaires dans l'adoption de mesures défensives, celui-ci vient d'évoluer et rejoint la vision américaine.

B. UN PRINCIPE FRANÇAIS NOUVEAU

La loi du 29 mars 2014 opère un renversement en matières de compétences dans l'adoption des défenses anti-OPA. Afin d'en percevoir pleinement la portée, le régime issu de la loi du 31 mars 2006 doit être rappelé ; il sera ensuite examiné en quoi il a été modifié.

1) Le régime issu de la loi du 31 mars 2006 : la neutralisation des organes de direction et d'administration

39.- La transposition française. Après plusieurs tentatives infructueuses d'harmonisation du droit européen des OPA, la directive OPA du 21 mars 2004 y procéda finalement grâce au caractère facultatif de la transposition de ses articles concernant les défenses anti-OPA. La France fut le premier État membre européen à transposer la directive, par la loi 2006-387 du 31 mars 2006, au terme d'un processus complexe ayant notamment opposé les chambres du Parlement, dans un contexte marqué par l'offre de Mittal Steel sur Arcelor¹⁵⁹. Cette transposition fut guidée par les motifs du rapport Lepetit, qui invoquait qu'elle devait constituer "un bénéfice en terme d'image de la France" et améliorer "son image auprès des investisseurs étrangers", notamment en adoptant un régime apte à faciliter les OPA via un régime contraignant concernant les défenses.

¹⁵⁹ O. Dufour, La Directive OPA déclenche les passions, LPA 3 mars 2006, p. 4 ; H. Le Nabasque, Offres publiques d'acquisition, RD bancaire et fin. 2006 comm. 47.

La finalité de la directive consistant dans la facilitation de la réalisation d'OPA, trois de ses articles principaux et concernés par la transposition sont relatifs aux défenses anti-OPA. L'article 9 de la directive OPA prévoit ainsi, en période d'offre, la suppression de la possibilité, pour les organes d'administration et de direction de la société cible, d'adopter des mesures susceptibles de faire échouer l'offre publique : l'article impose que toute mesure de défense soit approuvée par les actionnaires de la société cible pendant l'offre (Passivity Rule). L'article 11 de la directive prévoit la neutralisation des restrictions susceptibles d'entraver la réussite de l'offre ou la prise de contrôle effective de la société après celle-ci. Enfin, l'article 12 offre d'une part aux États membres la possibilité de ne pas transposer ces deux articles 9 et 11, à la condition alors de laisser aux sociétés dont le siège se trouve sur leur territoire la possibilité de les appliquer volontairement. D'autre part, l'article 12 prévoit une clause dite de "réciprocité", également facultative, permettant aux sociétés qui appliquent les articles 9 et 11 d'y faire exception lorsque l'initiateur de l'offre n'applique pas ces articles ou des dispositions équivalentes (cas d'un offrant dit "non vertueux").

Suivant la directive OPA, le droit français a entendu "neutraliser" les dirigeants et rendre inopposables certaines restrictions statutaires ou conventionnelles, rendant toutefois aux dirigeants leur liberté dans l'hypothèse d'un offrant n'appliquant pas lui-même des dispositions ou des mesures équivalentes quant aux pouvoirs des dirigeants (art. L. 233-33 ancien du Code de commerce).

a) Le cas des défenses adoptées avant l'offre : le désarmement de la cible

40.- Neutralisation obligatoire ou facultative. Concernant les défenses préventives adoptées avant la période d'offre¹⁶⁰, le législateur a procédé à une transposition partielle de l'article 11 de la directive OPA tout en offrant aux sociétés la possibilité d'appliquer les mesures de neutralisation non rendues obligatoires par la loi, via une modification des statuts.

41.- Neutralisation (transfert de titres). Tout d'abord, des restrictions au transfert des titres s'appliquent en cours d'offre : l'article L. 233-34 du Code de commerce dispose que "sauf lorsqu'elles résultent d'une obligation législative, les clauses des statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé prévoyant des restrictions

¹⁶⁰ H. Le Nabasque, Ph. Portier, Neutralisation des effets de certaines défenses préventives, RD bancaire et fin. 2006, comm.124. Adde : D. Ohl, Les pactes d'actionnaires à l'épreuve du droit boursier, D. 2011, p. 323.

statutaires au transfert d'actions de la société sont inopposables à l'auteur d'une offre publique pour les titres qui lui seraient apportés dans le cadre de son offre". La loi française n'ayant pas transposé l'article 11 dans ses dispositions prévoyant la neutralisation des restrictions au transfert des titres qui résulteraient d'une convention extrastatutaire entre actionnaires, les sociétés cotées peuvent toutefois prévoir dans leurs statuts que cette neutralisation s'appliquerait pour toute clause d'une telle convention.

42.- Neutralisation (droits de vote). En cours d'offre s'appliquent encore, si les sociétés l'ont choisi de manière facultative par la voie statutaire, des restrictions à l'exercice des droits de vote. Les articles L. 233-36 et L. 233-37 du Code de commerce prévoient ainsi la possible neutralisation par les sociétés des restrictions affectant le droit de vote en période d'offre (droits de vote double, droits de vote multiples, clauses de plafonnement des droits de vote, etc.), que ces restrictions résultent de dispositions statutaires ou extrastatutaires de nature contractuelle. Il ne semble pas que les droits de vote double statutaires, permis par l'article L. 225-123 ancien du Code de commerce, devaient être à ce titre restreints en période d'offre¹⁶¹ ; la loi du 29 mars 2014 a sur ce point clarifié le régime en modifiant l'article L. 225-123 du Code de commerce¹⁶².

43.- Restrictions post-offre. Enfin, afin d'assurer à l'initiateur de l'offre la prise de contrôle effective de la société cible après la réussite de son offre, certaines restrictions dites "post-offre" (breakthrough) peuvent être imposées lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre. De manière obligatoire, la loi suspend tout d'abord l'effet des clauses de plafonnement des droits de vote prévues dans les statuts lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre lorsque l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée supérieure aux deux tiers. Les statuts peuvent toutefois stipuler un seuil inférieur et prévoir que la suspension intervienne lorsque l'initiateur de l'offre vient à détenir à l'issue de celle-ci plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la cible¹⁶³. L'offrant atteignant le seuil pourra donc exercer ses droits de vote pour la totalité lors de la première assemblée et voter ainsi la suppression de la clause de plafonnement.

¹⁶¹ D. Martin, N. Molfessis, Les mesures de défense anti-OPA, *in* Les offres publiques d'achat, op. cit., p. 573, spéc. n°1239. Contra, H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, *Rev. sociétés* 2006, p. 237, spéc. n°14-2°.

¹⁶² V. infra, n° 100.

¹⁶³ Art. L.223-125 C. com, art. 231-54 et 231-55 Règl. gén. AMF.

De manière facultative, ensuite, l'article L. 233-38 du Code de commerce permet aux sociétés cotées de suspendre les effets des clauses statutaires ou extrastatutaires prévoyant des restrictions à l'exercice des droits de vote attachés aux actions (ainsi, par exemple, de toutes conventions de vote conclues entre actionnaires).

Enfin, l'article L. 233-39 du Code de commerce accorde aux statuts des sociétés cotées la possibilité de prévoir que les droits extraordinaires de nomination ou de révocation des administrateurs, membres du conseil de surveillance, membres du directoire, directeurs généraux, directeurs généraux délégués qui seraient conférés à certaines actionnaires par des clauses statutaires ou extrastatutaires, puissent être suspendus. Ils le seront alors lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre, si l'initiateur de celle-ci détenait une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à la moitié du capital ou des droits de vote de la société cible¹⁶⁴.

b) Le cas des défenses adoptées en cours d'offre

44.- Une neutralisation pouvant être renversée. Au regard des défenses anti-OPA pouvant être adoptées en cours d'offre, le législateur fut guidé en 2006 par le souci de neutraliser les pouvoirs des dirigeants et, corrélativement, de renforcer ceux des actionnaires (i). Les premiers retrouvaient toutefois quelque prérogative, au regard du jeu de l'exception de réciprocité et des bons de défense (ii).

(i) La neutralisation des dirigeants et la domination des actionnaires¹⁶⁵

45.- Neutralisation. L'article L. 233-32-I ancien du Code de commerce disposait que "pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire

¹⁶⁴ Art. 231-56 Régl. gén. AMF.

¹⁶⁵ Sur ces points, v. D Martin, N. Molfessis, Les mesures de défense anti-OPA, op. cit., n° 1244 à 1261 ; A. Viandier, Les OPA-OPE, op. cit., n° 2045 à 2082 ; H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, art. préc., n° 17 à 28.

échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres". Il était donc interdit aux organes de direction ou d'administration d'adopter une mesure susceptible de faire échouer l'offre "à chaud", sans consultation et approbation préalables des actionnaires : ce n'est qu'en ce dernier cas qu'ils pouvaient formellement adopter la défense. La seule mesure pouvant être adoptée par les dirigeants consistait dans "la recherche d'autres offres", soit la recherche d'un chevalier blanc.

De plus, selon l'article L. 233-32-III al. 2 ancien du Code de commerce, "toute décision du conseil d'administration, du conseil de surveillance, du directoire, du directeur général ou de l'un des directeurs généraux délégués, prise avant la période d'offre, qui n'est pas totalement ou partiellement mise en oeuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée générale", étant entendu que ces trois conditions étaient cumulatives¹⁶⁶. Les mesures adoptées "à froid" nécessitaient donc, elles aussi, de revenir devant l'assemblée des actionnaires.

Enfin, concernant les délégations accordées avant la période d'offre, l'article L. 233-32-III al.1 ancien du Code de commerce disposait que "toute délégation d'une mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres, accordée par l'assemblée générale avant la période d'offre, est suspendue en période d'offre publique". Était ainsi suspendue, en période d'offre, toute délégation de pouvoir ou de compétence accordée avant celle-ci et portant par exemple sur une augmentation de capital, une réduction de capital ou encore la mise en oeuvre d'un programme de rachat d'actions, armes anti-OPA traditionnelles.

(ii) L'exception de réciprocité et le possible maintien de délégations

46.- Le jeu de l'exception de réciprocité. Un tempérament au principe de neutralité des organes de direction et d'administration fut introduit à l'article L. 233-33 ancien du Code de commerce, la France ayant choisi de transposer l'article 12 de la directive afin de compenser les effets négatifs de l'application obligatoire de l'article 9. Celle-ci aurait en effet pu placer en difficulté des sociétés "vertueuses" face à des sociétés "non vertueuses", c'est-à-dire

¹⁶⁶ H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, préc., n° 22.

non soumises au principe de neutralité des dirigeants. Ainsi, selon l'article L. 233-33 ancien du Code de commerce, "les dispositions de l'article L. 233-32 ne sont pas applicables lorsque la société fait l'objet d'une ou plusieurs offres publiques engagées par des entités, agissant seules ou de concert au sens de l'article L. 233-10, dont l'une au moins n'applique pas ces dispositions ou des mesures équivalentes ou qui sont respectivement contrôlées, au sens du II ou du III de l'article L. 233-16, par des entités dont l'une au moins n'applique pas ces dispositions ou des mesures équivalentes".

En cas d'application de cette clause de réciprocité, les organes de direction et d'administration de la société cible retrouvaient leur compétence afin d'adopter toute mesure de défense en cours d'offre, à la condition toutefois d'y avoir été expressément autorisés par l'assemblée générale dans les dix-huit mois précédant le dépôt de l'offre¹⁶⁷. Ainsi, les mesures prises en période d'offre par les organes de direction ou d'administration ne nécessitaient plus l'approbation générale de l'assemblée générale tout comme les mesures prises avant le début de la période d'offre ne nécessitaient aucune confirmation ou approbation par l'assemblée des actionnaires. Enfin, les délégations de mesures dont la mise en oeuvre aurait été susceptible de faire échouer l'offre et accordées par l'assemblée générale avant le début de la période d'offre n'étaient plus suspendues par le dépôt du projet d'offre.

47.- Les bons d'offre. La loi OPA introduisit également une nouvelle défense anti-OPA inspirée des pratiques américaines des *rights plans*, avec la figure des bons d'offre. L'article L. 233-32-II du Code de commerce, non modifié par la loi du 29 mars 2014, prévoit ainsi que l'assemblée générale extraordinaire de la société visée, statuant dans les conditions de quorum et de majorité des assemblées ordinaires, peut décider de l'émission de bons permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de ladite société, et leur attribution gratuite à tous les actionnaires de cette société ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre publique. Le régime de ces bons d'offre laisse une grande liberté aux dirigeants et conseils d'administration puisque les délégations accordées peuvent, en pratique, leur laisser une large discrétion. Si la délégation donnée "à froid" devait faire l'objet d'une

¹⁶⁷ Art. L. 233-33 al. 2 ancien C. com : Dans le cas où le premier alinéa s'applique, toute mesure prise par le conseil d'administration, le conseil de surveillance, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux de la société visée doit avoir été expressément autorisée par l'hypothèse d'une offre publique par l'assemblée générale dans les dix-huit mois précédant le jour du dépôt de l'offre. L'autorisation peut notamment porter sur l'émission par le conseil d'administration ou le directoire des bons visés au II de l'article L. 233-32, II. Dans ce cas, l'assemblée des actionnaires statue dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L. 225-98.

nouvelle approbation par l'assemblée générale, tel n'était pas le cas en cas d'offrant non vertueux et de jeu de l'exception de réciprocité¹⁶⁸.

2) Le nouveau régime issu de la loi du 29 mars 2014 : la compétence des organes d'administration

48.- Nouvelle législation : inversion du principe de neutralité. Opérant un véritable renversement dans les défenses anti-OPA et guidée par la vision d'un intérêt social distinct de l'intérêt des actionnaires, l'article 10 de la loi du 29 mars 2014 a modifié les dispositions du Code de commerce relatives à la compétence dans l'adoption et la détermination des mesures anti-OPA en ses articles L. 233-32-I et L. 233-33, supprimant également l'article L.233-32-III.

Le nouvel article L. 233-32 C.Com dispose ainsi, désormais : *I.* Le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée, peut prendre toute décision dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société.

Ce faisant, la législation adopte un tournant dans son approche des défenses anti-OPA, complétée par les autres dispositions y étant relatives¹⁶⁹. Elle se rapproche de la vision

¹⁶⁸ V. infra, n° 61.

¹⁶⁹ *Avant de les analyser, les textes du Code de commerce peuvent être cités intégralement :*

Article L. 233-32-II (non modifié). Sans préjudice des autres mesures permises par la loi, l'assemblée générale extraordinaire de la société visée, statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L. 225-98, peut décider l'émission de bons permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de ladite société, et leur attribution gratuite à tous les actionnaires de cette société ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre public.

L'assemblée générale peut déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire. Elle fixe le montant maximum de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice de ces bons ainsi que le nombre maximum de bons pouvant être émis.

La délégation peut également prévoir la fixation de conditions relatives à l'obligation ou à l'interdiction, pour le conseil d'administration ou le directoire, de procéder à l'émission et à l'attribution gratuite de ces bons, d'y surseoir ou d'y renoncer. La société visée porte à la connaissance du public, avant la clôture de l'offre, son intention d'émettre ces bons.

Les conditions d'exercice de ces bons, qui doivent être relatives aux termes de l'offre ou de toute offre concurrente éventuelle, ainsi que les autres caractéristiques de ces bons, dont le prix d'exercice ou les modalités de détermination de ce prix, sont fixées par l'assemblée générale ou, sur délégation de celle-ci, par le conseil d'administration ou le directoire. Ces bons deviennent caducs de plein droit dès que l'offre et toute offre concurrente éventuelle échouent, deviennent caduques ou sont retirées.

L'article L. 233-32-III est abrogé.

consacrée par le droit américain selon laquelle les dirigeants sont les plus compétents et les plus motivés pour défendre la société cible contre une offre non sollicitée.

49.- Champ d'application temporel. Selon le II de l'article 10 de la loi du 29 mars 2014, les nouveaux articles L. 233-32 et L. 233-33 du Code de commerce sont applicables aux offres publiques d'acquisition dont le dépôt intervient à compter du premier jour du quatrième mois suivant la promulgation de la loi, soit à compter du 1er juillet 2014.

(i) L'abandon du principe de neutralité des organes de direction et d'administration

50.- Inversion du principe et modification de la rédaction. La nouvelle rédaction de l'article L. 233-32-I du Code de commerce autorise les organes de direction à prendre toute décision afin de faire échouer l'offre. Ce faisant, un renversement s'opère par rapport à la loi du 31 mars 2006 puisque celle-ci était guidée par leur nécessaire neutralité et la souveraineté de l'assemblée des actionnaires : l'assemblée générale devait approuver de façon préalable toute mesure prise pendant la période d'offre dont la mise en oeuvre était susceptible de faire échouer l'offre.

Plus qu'une simple inversion des principes, la formulation des organes habilités à intervenir est également modifiée. En effet, alors que l'article L. 233-32-I ancien visait la neutralisation de principe du *conseil d'administration, du conseil de surveillance, à l'exception de leur*

L'article L. 233-33 est modifié pour tenir compte du nouvel article L. 233-32, et dispose désormais : I. Par dérogation au I de l'article L. 233-32, les statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé peuvent prévoir que, en période d'offre publique, les mesures prévues au I et II du même article L. 233-32 doivent être autorisées préalablement par l'assemblée générale et que toute délégation d'une mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres, accordée par l'assemblée générale avant la période d'offres, est suspendue en période d'offre publique.

II. Par dérogation au I dudit article L. 233-32, les statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé peuvent prévoir que, en période d'offre publique, toute décision du conseil d'administration, du directoire après autorisation du conseil de surveillance, du directeur général ou de l'un des directeurs généraux délégués, prise avant la période d'offres, qui n'est pas totalement ou partiellement mise en oeuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée générale.

III. Les statuts peuvent prévoir que les I et II du présent article s'appliquent à toute offre ou uniquement lorsque l'offre est engagée par des entités, agissant seules ou de concert au sens de l'article L. 233-10, ou qui sont respectivement contrôlées, au sens des II ou III de l'article L. 233-16, par des entités, dont le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doivent également obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres.

pouvoir de nomination, du directoire, et du directeur général ou de l'un des directeurs généraux délégués, le nouvel article L. 233-32-I n'autorise l'adoption de défenses à chaud *que par le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance*. Le directeur général ou directeur général délégué de la société visée sont donc évincés de la liste.

Une telle éviction des dirigeants sociaux se justifie au regard des craintes exprimées à leur sujet : il est en effet traditionnellement craint qu'au sujet des défenses contre les OPA, ceux-ci soient plus guidés par leur intérêt propre que par celui de la société, de peur de devoir quitter leurs fonctions en cas de succès de l'offre. Il est donc remédié à ce conflit d'intérêts par l'imposition d'un caractère collectif dans la gouvernance en matière de défenses anti-OPA et le choix de la compétence des organes d'administration. Contrairement à ce qu'imposerait le droit commun selon lequel le dirigeant est normalement investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société¹⁷⁰, il se voit ainsi privé à titre exceptionnel de ses compétences habituelles¹⁷¹. Le conseil d'administration, du fait de son caractère collégial, serait quant à lui plus à même de prendre en compte l'intérêt social au sens d'intérêt social élargi, reflétant l'intérêt de la société elle-même et de ses parties prenantes. Il est également plus à même de le faire que l'assemblée des actionnaires, qui avait traditionnellement compétence en matière de défenses anti-OPA et au sein de laquelle il est craint que chaque associé ne cherche que son profit immédiat le plus élevé possible, au détriment de l'intérêt d'autres parties prenantes ou de la société elle-même.

Cette mission de "gardien de l'intérêt social" désormais confiée aux organes d'administration sera d'autant plus servie que de nouvelles dispositions législatives viennent renforcer la présence des salariés en leur sein. En effet, la loi impose désormais aux entreprises de taille importante (cinq mille salariés en France ou dix mille à l'échelle mondiale) la présence de représentants des salariés au sein des conseils d'administration ou de surveillance¹⁷². Selon l'accord national interprofessionnel du 11 janvier 2013, cette réforme a pour but "de favoriser la prise en compte du point de vue des salariés sur la stratégie de l'entreprise" en leur donnant

¹⁷⁰ Art. L. 225-56-I C. com pour la SA à conseil d'administration et art. L. 225-64 C. com pour la SA à directoire.

¹⁷¹ Si "La direction doit agir dans l'intérêt de l'entité elle-même (intérêt social) et non dans celui de l'une de ses composantes" (Rapp. Clotilde Valter, Assemblée Nationale n°1283, 17 juill. 2013, p.22), il est en effet incertain que tel soit le cas en pratique.

¹⁷² Article 9 de la loi du 14 juin 2013 créant ou modifiant les articles L. 225-27-1, L. 225-79-2, L. 226-5-1 C. com. Pour une étude du nouveau dispositif, v. R. Vatinet, Représentation des salariés dans les conseils d'administration ou de surveillance, Rev. sociétés 2014, p. 75.

une voix délibérative au conseil d'administration. Bien que la réforme législative soit en-deça des premières propositions faites sur le sujet¹⁷³ en imposant le nombre de deux administrateurs représentant les salariés dans les sociétés comportant un nombre d'administrateurs supérieur à douze et au moins un administrateur représentant les salariés dans le cas contraire, leur présence au sein des organes d'administration est déjà une incitation forte à la prise en considération d'un intérêt social élargi. La réglementation impose d'ailleurs au conseil d'administration de prendre cet intérêt social élargi en considération lorsqu'il publie son communiqué faisant connaître son avis sur l'offre : selon l'article 231-17 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la société visée peut (...) publier un communiqué (...) aux fins de faire connaître l'avis de son conseil d'administration ou de son conseil de surveillance (...) sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés".

En période d'offre et alors que les pressions sur les organes d'administration seront fortes, il est ainsi possible que la prise en compte des intérêts des salariés dans la mise en oeuvre des défenses aille croissante, passant d'utopie à réalité¹⁷⁴.

(ii) La suppression des principes de suspension des délégations antérieures en période d'offre publique et d'approbation / confirmation des décisions prises avant la période d'offre et non encore exécutées

51.- Cohérence de la législation. En opérant le choix d'une suppression de l'article L. 233-32-III du Code de commerce, l'article 10 de la loi du 29 mars 2014 supprime le principe de suspension des délégations antérieures en période d'offre publique, auparavant prévue par l'alinéa 1. La version finale de la loi a, ce faisant, corrigé une incohérence résultant de la proposition de loi, qui n'avait au contraire pas prévu de supprimer cet article. Son maintien aurait pourtant été profondément illogique¹⁷⁵ au regard de l'abandon du principe de neutralité des organes d'administration puisqu'il aurait rendu ce dernier en grande partie inefficace en

¹⁷³ Le rapport sur le pacte de compétitivité de l'industrie française, dit "Rapport Gallois", recommandait un nombre de quatre représentants des salariés dans les conseils d'administration et de surveillance des entreprises de plus de cinq mille salariés, sans dépasser le tiers de leurs membres. Notons que le champ d'application de la loi est également critiqué en ce qu'il ne viserait qu'un nombre restreint de sociétés.

¹⁷⁴ G. Auzero, Les salariés au conseil : utopies et réalités, RTDF n° spécial - 2013, p. 98.

¹⁷⁵ M.-A. Noury, Offre publique et abandon du principe de neutralité des dirigeants en période d'offre publique, JCP E 2014, 1019, spéc. n°10 s. ; S. Torck, La proposition de loi "Florange" et le droit des offres publiques, Dr. sociétés 2014, étude 2, spéc. n°35 s.

imposant au conseil d'administration de retourner devant l'assemblée des actionnaires afin d'obtenir confirmation des délégations.

Par la suppression intégrale de l'article L. 233-32-III du Code de commerce, il est également mis un terme au régime prévu par son alinéa 2 et qui concernait la nécessaire approbation ou confirmation par l'assemblée générale des décisions prises avant la période d'offre et n'ayant pas encore été exécutées.

Par la suppression de ces deux alinéas, le pouvoir des organes d'administration dans la mise en oeuvre de défenses anti-OPA est renforcé. Ils peuvent ainsi désormais prendre toute mesure dont la mise en oeuvre sera susceptible de faire échouer l'offre sans que cela ait à être confirmé par l'assemblée et les délégations accordées avant la période d'offre ne sont plus soumises à un régime spécial mais bénéficient désormais pleinement aux organes d'administration. Les prérogatives de ceux-ci doivent toutefois s'exercer dans le respect des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales.

(iii) Le maintien d'une compétence résiduelle des assemblées générales

52.- Le respect du droit commun des sociétés. Selon le nouvel article L. 233-32-I du Code de commerce, la mise en oeuvre de défenses anti-OPA par les organes d'administration s'opère "sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales".

La loi du 29 mars 2014 ne modifie ainsi pas les compétences de droit commun des organes sociétaires au regard du droit des défenses anti-OPA et ce qui paraît être une compétence résiduelle de l'assemblée des actionnaires correspond en réalité à une compétence large. En effet, de nombreuses mesures anti-OPA relèvent, en pratique, de la compétence de l'assemblée des actionnaires. Tel est le cas d'une augmentation de capital (par apport en nature ou en numéraire), d'une réduction de capital, d'un plan de rachat d'actions, d'une distribution exceptionnelle de dividende, d'une scission ou d'un apport partiel d'actif... La compétence de l'assemblée générale est en outre requise pour toute décision qui modifierait l'objet social de la société, telle la cession d'un actif stratégique qui rendrait l'exercice de l'objet social impossible.

Si des délégations portant sur certaines de ces opérations n'ont pas été prévues avant la période d'offre, la défense contre une OPA s'en trouvera donc compliquée puisqu'elle nécessitera l'accord de l'assemblée, pour toute mesure étant soumise en droit commun. Ce faisant, l'apport essentiel de la loi du 29 mars 2014 relève bien de la validité nouvelle des délégations accordées avant l'offre, qui ne sont plus suspendues pendant celle-ci mais dont les organes d'administration disposent pleinement, étant d'autant plus libres que les délégations ne sont précises.

(iv) Suppression de l'exception de réciprocité

53.- Suppression. L'article L. 233-33 ancien du Code de commerce qui prévoyait l'exception de réciprocité est modifié et n'en fait plus état. Il n'est donc plus opérée la distinction quant aux offrants "vertueux" ou "non vertueux" qui déterminait l'applicabilité de l'exception de réciprocité : en toute hypothèse et quel que soit l'offrant, le conseil d'administration est désormais compétent pour prendre des mesures de défense "à chaud". En contrepartie, une société française sera dorénavant traitée comme une initiatrice "non vertueuse" au titre de l'exception de réciprocité pouvant être prévue par des législations étrangères et pourra à ce titre se voir opposer des mesures de défense par les organes de direction ou d'administration des sociétés cibles étrangères bénéficiant alors de l'exception.

(v) Maintien sur option du régime antérieur

54.- Option possible : neutralité.- La nouvelle rédaction de l'article L. 233-33 du Code de commerce offre désormais aux sociétés la possibilité d'opter pour le régime antérieur, sur option. Il est ainsi possible de modifier les statuts afin d'imposer l'autorisation préalable de l'assemblée générale pour toute décision prise par les organes d'administration dont la mise en oeuvre pourrait faire échouer l'offre. Toute délégation d'une mesure dont la mise en oeuvre serait susceptible d'avoir le même effet est également suspendue.

55.- Malfaçon législative (1).- La nouvelle rédaction de l'article L. 233-33-I du Code de commerce semble affectée d'une malfaçon concernant la recherche d'autres offres par le conseil d'administration. En effet, alors que l'article L. 233-32-I ancien du Code de commerce imposant la neutralité des dirigeants requérait "l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer

l'offre, *hormis la recherche d'autres offres*¹⁷⁶", le nouvel article L. 233-33-I du Code de commerce, prévoyant l'option statutaire, énonce que "toute délégation d'une mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, *hormis la recherche d'autres offres*¹⁷⁷, accordée par l'assemblée générale avant la période d'offres, est suspendue en période d'offre publique". Ce faisant, la rédaction pourrait laisser entendre que la recherche d'autres offres serait permise aux organes d'administration au titre d'éventuelles délégations accordées par l'assemblée générale, qui ne se verraient exceptionnellement pas suspendues. La nouvelle rédaction impliquerait ainsi, en cas d'option pour le régime de la neutralité, qu'à défaut de délégation accordée avant l'offre et portant sur la recherche d'autres offrants, le conseil d'administration ne puisse se lancer seul dans une telle recherche d'un chevalier blanc. Une telle solution n'est donc pas celle qui avait été choisie par la loi de mars 2006. Il semble toutefois que l'esprit du texte doive prévaloir sur son interprétation littérale : les débats parlementaires ne font pas mention d'une telle solution qui différerait du régime précédent. Il convient donc selon nous de considérer que la recherche d'autres offres, en cas d'option statutaire pour le principe de neutralité, fait toujours partie des attributions de droit commun du conseil d'administration et ce indépendamment de toute délégation. La lecture de l'article L. 233-33-III nouveau du Code de commerce, reprenant précisément la formulation de l'article L. 233-32-I ancien, permet en outre de préférer cette solution.

56.- Malfaçon législative (2). Une deuxième malfaçon peut être perçue dans la rédaction du nouvel article L. 233-33-I du Code de Commerce. Dans l'application sur option du principe de neutralité, il est ainsi prévu que "les mesures prévues (au) II de l'article L. 233-32 doivent être autorisées préalablement par l'assemblée générale". Or, au sujet de l'article L. 233-32-II du Code de commerce qui détermine l'émission des bons d'offre, l'on peine à concevoir comment une telle mesure pourrait faire l'objet d'une autorisation préalable de l'assemblée des actionnaires, de façon exceptionnelle, alors que l'article L. 233-32-II réserve d'ores et déjà à titre de principe le pouvoir d'émission de tels bons d'offre à la décision de cette même assemblée¹⁷⁸.

¹⁷⁶ Nous soulignons.

¹⁷⁷ Nous soulignons.

¹⁷⁸ En ce sens, v. S. Torck, La proposition de loi "Florange", art. préc., n° 37.

57.- Option possible : approbation des décisions non exécutées.- L'article L. 233-33-II nouveau du Code de commerce offre en outre une possibilité d'option statutaire afin d'imposer en période d'offre l'approbation ou la confirmation par l'assemblée générale de toute décision prise par les organes d'administration ou de direction avant la période d'offres, qui n'a pas été totalement ou partiellement mise en oeuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

Le régime prévu antérieurement à titre de principe par l'article L. 233-32-III ancien du Code de commerce est donc applicable par modification statutaire. La mise en oeuvre du régime nécessite le cumul des trois conditions. Se poseront alors les difficultés d'interprétation ayant déjà cours sous l'ancien régime, notamment quant à la notion de décision "totalement ou partiellement mise en oeuvre". L'on peut ainsi estimer que toute décision prise par les organes d'administration et de direction suivie de mesures d'exécution avant le début de la période d'offres échappe à la nécessité d'approbation ; en revanche, "de simples mesures d'exécution matérielles, en l'absence d'actes juridiques engageants la société vis-à-vis de tiers ou des actionnaires, seront insuffisantes pour que la décision concernée échappe à l'application du principe"¹⁷⁹.

Enfin, notons qu'en se calant sur l'ancien principe de neutralité, l'option prend en compte des décisions pouvant être prises tant par les organes d'administration que les organes de direction¹⁸⁰ alors que le droit commun ne vise désormais que la compétence des premiers au titre des défenses anti-OPA.

58.- Option sur option : réciprocité.- L'article L. 233-33-III nouveau du Code de commerce permet d'opter pour une application distributive des options prévues par ses I et II. Les statuts peuvent ainsi opter pour une application de principe de la neutralité des organes de direction à l'égard de toute offre ou uniquement à l'égard des offres engagées par un initiateur lui-même soumis au principe de neutralité et à l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres.

¹⁷⁹ D. Martin, N. Molfessis, Les défenses anti-OPA, op. cit., n° 1249 ; A. Viandier, Défense en cours d'offre : les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006, RJDA 5/2006 p. 435 ; id., OPA-OPE, op. cit., n° 2069.

¹⁸⁰ Sont cités par l'article L. 233-33-II C. com "toute décision du conseil d'administration, du directoire après autorisation du conseil de surveillance, du directeur général ou de l'un des directeurs généraux délégués".

Si la "clause de réciprocité" a été supprimée, son esprit subsiste toutefois ici : l'article vise en effet à ce qu'une société qualifiée de "vertueuse"¹⁸¹ et qui aurait choisi de se soumettre au choix de l'assemblée des actionnaires ne se retrouve pas en difficulté, du fait d'un excès de "vertu", face à un offrant qui ne serait pas soumis à cette règle et laisserait toute liberté à ses organes de direction et d'administration dans l'adoption de défenses anti-OPA¹⁸². La société cible peut donc choisir de conditionner l'application de l'option pour le modèle de la neutralité au fait que l'offrant soit lui aussi soumis au principe de neutralité ; elle peut, au contraire, choisir de ne pas conditionner à ceci l'application de ce régime¹⁸³.

59.- Option sur option : caractère cumulatif ou alternatif?.- Au surplus, une interrogation peut se poser au regard de l'option statutaire pour la réciprocité. En effet, l'article L. 233-33-III nouveau du Code de commerce dispose que "les statuts peuvent prévoir que *les I et II*¹⁸⁴ du présent article s'appliquent à toute offre ou uniquement (...)". Dès lors, l'option statutaire faisant dépendre l'application des I et II de la réciprocité ou non des offrants peut-elle ne porter, de façon distributive, que sur le I ou le II de l'article L. 233-33 du Code de commerce? Au contraire, n'est-il possible d'opter pour la réciprocité que de façon cumulative en soumettant au même régime les I et II de l'article L. 233-33? La formulation selon laquelle "les statuts peuvent prévoir que les I *et* II du présent article (...) "¹⁸⁵ tend à illustrer la deuxième solution. D'un autre côté, la formulation selon laquelle "les statuts *peuvent* prévoir (...) "¹⁸⁶ laisse entendre que la liberté statutaire serait la règle et qu'il pourrait donc être opté tantôt pour l'un, tantôt pour l'autre, enfin pour les deux de façon cumulative. Cette dernière solution nous paraît préférable : le terme "*et*" ne paraît pas commander une application cumulative de la réciprocité pour les I et II de l'article L. 233-33-III du Code de commerce.

¹⁸¹ Quoique la notion de "vertu" semble avoir évolué avec le temps, puisque la réforme de 2014 est justifiée par les supposés travers existant dans la compétence des assemblées d'actionnaires pour décider des mesures anti-OPA. La conception des parlementaires semble donc changeante quant à la vertu, à moins que l'on accepte l'idée que le législateur encourage lui-même les sociétés à ne pas être "vertueuses", ce qui semble être le cas.

¹⁸² Pour une critique de ce raisonnement, qualifié d'"illogique", v. F. Barrière, C. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA? Rev. sociétés 2014, p. 279, spéc. n° 33.

¹⁸³ Dans une première version, la proposition de loi Florange prévoyait au contraire que la modification statutaire permette à la société d'adopter le principe de neutralité de ses dirigeants en période d'offre, en toute hypothèse (initiateur vertueux ou non) ou uniquement lorsque l'initiateur n'était pas vertueux, à savoir non soumis au principe de neutralité. Cette formulation de la loi, illogique, a été corrigée dans la loi du 29 mars 2014 qui a corrigé ce point. V. M.-A. Noury, Offre publique et abandon du principe de neutralité, art. préc., n° 18 *in fine*.

¹⁸⁴ Nous soulignons.

¹⁸⁵ Nous soulignons.

¹⁸⁶ Nous soulignons.

(vi) Maintien de la neutralisation des restrictions adoptées avant l'offre

60.- Neutralisation des restrictions.- La loi du 29 mars 2014 n'a procédé à aucune modification au regard des défenses adoptées avant la période d'offre et concernant les restrictions au transfert des titres ou à l'exercice des droits de vote. Le régime instauré par la loi du 31 mars 2006 reste donc pertinent à cet égard (articles L. 233-34 à L. 233-40 du Code de commerce)¹⁸⁷ et est déjà applicable aux offres pouvant être initiées jusqu'au 1er juillet 2014 ; il le restera encore ultérieurement.

(vii) Maintien et ajustement du régime des bons d'offre

61.- Continuité pour les bons Breton. La loi du 29 mars 2014 ne modifie pas l'article L. 233-32-II du Code de commerce relatif aux bons d'offre¹⁸⁸. La suppression du principe de suspension des délégations influe toutefois sur le régime de ces bons d'offre. En effet, alors que le vote de l'assemblée consentant une délégation au conseil d'administration ou au directoire pouvait s'exercer "à froid" ou "à chaud", la délégation consentie dans le premier cas ne pouvait être utilisée que dans l'hypothèse de l'exception de réciprocité contre un offrant non vertueux, puisque seul ce cas accordait levée de la suspension des délégations. Le principe de neutralité n'ayant désormais plus cours et la clause de réciprocité ayant par conséquent été supprimée, les délégations accordées "à froid" au conseil d'administration et visant à l'émission des bons d'offre sont désormais valables et pourront être utilisées par le conseil d'administration sans nouvelle consultation des actionnaires sur le sujet. Selon l'article L. 233-33-I nouveau du Code de commerce, une société cotée peut toutefois choisir d'introduire dans ses statuts une stipulation aux termes de laquelle une telle délégation accordée avant la période d'offres serait suspendue.

¹⁸⁷ V. supra, n° 40 s.

¹⁸⁸ C. Clerc, Les bons d'offre au coeur de la transposition de la directive OPA, RTDF n°1-2006, p. 27 ; C. Clerc, T. Lefranc, L. de Dainville, Le contrôle judiciaire sur les bons d'offre, RTDF n°3-2006, p. 61 ; A. Couret, Les bons d'offre, D. 2006, p. 1372 ; A. Viandier, OPA-OPE, op. cit., n° 2126 à 2133.

62.- Conclusion de Première Partie.

Si la France avait instauré un faible pouvoir des dirigeants sous l'empire du droit antérieur en posant leur respect d'un principe de neutralité, elle avait toutefois choisi de ne pas ignorer ce qui a pu être décrit comme une nécessité de "lutter à armes égales" contre d'autres sociétés, qui ne seraient pas soumises à ce principe de faible pouvoir des organes de direction. Elle l'avait fait en redonnant aux organes dirigeants, dans l'article L. 233-33 ancien du Code de commerce, une marge de manoeuvre certaine dans l'organisation des moyens de défense en cas d'offrant non vertueux. Cette "liberté retrouvée" était toutefois soumise à la condition que la mesure prise par les dirigeants ait "été expressément autorisée pour l'hypothèse d'une offre publique" par une assemblée générale d'actionnaires au cours des dix-huit mois précédant le jour du dépôt de l'offre. En inversant le principe et l'exception avec la loi du 29 mars 2014 et en posant un nouveau principe de liberté pour l'adoption de mesures anti-OPA par les dirigeants, le législateur a donc choisi d'amoindrir l'intérêt de l'actionnaire et a opéré un choix quant à la notion d'intérêt social. En effet, il est patent qu'en accordant le pouvoir de décision aux actionnaires, comme le faisait la législation française depuis 2006, l'adoption de mesures anti-OPA tend à être moins probable et/ou moins drastique¹⁸⁹ puisque les actionnaires peuvent avoir intérêt au succès de l'offre dont ils retireront un prix supérieur à celui du cours de bourse après l'apport de leurs titres. Ils ne tendraient pas, dès lors, à favoriser un intérêt autre que le leur : la protection d'un intérêt social entendu comme celui de la société en tant qu'entité ne leur importerait guère. Les organes de direction et d'administration seront eux plus enclins à prendre en compte un tel intérêt. Le régime français des défenses s'est, ce faisant, aligné sur une philosophie qui anime déjà le droit américain des défenses anti-OPA depuis l'arrêt *Unocal* de 1985 et qui tend à considérer les organes d'administration comme les plus à même de défendre l'intérêt social, entendu comme celui de la société et de ses parties prenantes.

Plus encore, en choisissant de renforcer la liberté des sociétés pour se défendre, le législateur français admet en quelque sorte qu'il vaut mieux, dans leur propre intérêt, qu'elles soient plutôt "non vertueuses", et non pas "vertueuses". Il est en outre possible de noter qu'avec ce renforcement des pouvoirs des administrateurs se dessine un mouvement inverse aux exigences traditionnelles de la *corporate governance*. En effet, alors que celle-ci tend à accroître le contrôle des actionnaires sur les autres organes de la société et que de telles

¹⁸⁹ Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981), spéc. p. 1201.

réformes ont été introduites en ce sens en droit français, tant en *hard law* qu'en *soft law* (ainsi de la thématique du Say-on-pay et du contrôle des rémunérations), la loi du 29 mars 2014 leur impose de supporter des choix qui ne sont pas forcément les leurs. Certes, ils disposeront toujours de la possibilité d'apporter leurs titres à l'offre, si le prix les intéresse, mais les administrateurs pourront intervenir pour empêcher la bonne réalisation de celle-ci et heurteront ainsi directement les intérêts à court terme des actionnaires, ou à tout le moins de certains d'entre eux.

Cette liberté des administrateurs étant désormais consacrée, tant en droit français qu'américain, il reste à confronter les défenses anti-OPA qu'ils peuvent adopter aux limites que celles-ci doivent rencontrer. L'intérêt social, éclairé par la répartition des compétences entre les organes de la société, détermine également le champ et les modalités de leur intervention. Ce faisant, l'intérêt social pose la question de la détermination des défenses anti-OPA.

II. L'INTÉRÊT SOCIAL DANS LA DÉTERMINATION DES MESURES ANTI-OPA

63.- Introduction. L'intérêt social peut jouer un rôle dans la détermination des mesures anti-OPA à deux égards. Tout d'abord, l'intérêt social constitue bien une "boussole" des défenses anti-OPA si on l'entend au sens large. Étant entendu que les actionnaires tendraient à favoriser leur intérêt propre et que les dirigeants ou administrateurs seraient plus à même de prendre en compte un intérêt social élargi, ces derniers le peuvent-ils toutefois? Leur est-il donc permis de prendre en compte des intérêts autres que ceux des actionnaires? De même, puisque le succès des défenses anti-OPA repose également, malgré tout, sur les actionnaires en ce qu'ils sont *in fine* libres de décider d'apporter leurs titres à l'offre, certaines mesures illustrent la prise en compte d'un intérêt social élargi et une préoccupation certaine à l'égard de types d'actionnaires particuliers.

Ensuite, l'intérêt social peut être perçu comme une frontière aux mesures anti-OPA. Jusqu'où, en effet, les organes de direction et d'administration peuvent-ils aller pour défendre une société "dans la limite de son intérêt social"? Cela nécessitera d'étudier les conditions de mise en jeu de la responsabilité des organes de direction et d'administration et les cas retenus par la jurisprudence comme dépassant les limites de ce qu'il est possible d'imaginer dans la défense d'une société.

Par conséquent, l'intérêt social au regard des défenses anti-OPA est une boussole (A) ; il est également une limite (B).

A. L'INTÉRÊT SOCIAL, "BOUSSOLE" DES DÉFENSES ANTI-OPA

64.- Si les OPA mettent en jeu l'intérêt de la société en tant que telle et l'intérêt économique général plus que le seul intérêt des actionnaires, une telle vision élargie de l'intérêt social laisse penser que les organes d'administration peuvent agir au bénéfice d'autres personnes que les seuls actionnaires. Cette prise en compte des intérêts de la société elle-même ou de parties prenantes (fournisseurs, salariés, créanciers...) les pousserait à l'adoption de mesures anti-OPA (1). Celles-ci auraient d'autant plus de chances de succès que sont favorisés les moyens d'expression et de participation de ces parties prenantes (2).

1) La prise en compte d'un intérêt social élargi dans la mise en oeuvre des mesures

65.- Si la législation française dispose depuis le 29 mars 2014 que l'adoption de mesures anti-OPA se fait "dans le respect de l'intérêt social de la société", le droit américain a traité de la question des intérêts à considérer dans l'adoption de telles mesures dès 1985. Il a ce faisant fait oeuvre de compromis en admettant la considération des parties prenantes et, à titre exceptionnel, la seule considération des actionnaires.

a) Une solution américaine duale

66.- Les administrateurs doivent respecter leurs devoirs fiduciaires¹⁹⁰, qui sont dûs tant envers la société qu'à l'égard de ses actionnaires, sous peine d'engager leur responsabilité. La jurisprudence américaine a interprété les intérêts à privilégier par les administrateurs, aptes à motiver les défenses anti-OPA. Si les parties prenantes au sens large peuvent largement être protégées, tel est aussi le cas des actionnaires.

(i) La protection des intérêts des parties prenantes

67.- **Première proposition.** Dans son article de 1979 *Takeover Bids in the Boardroom*, Martin Lipton défendit la liberté des administrateurs à résister à une offre faite à un prix supérieur au cours de bourse sans soumettre la question au vote des actionnaires en invoquant quatre raisons. Celles-ci consistaient dans l'inadéquation du prix, l'illégalité de l'offre, l'illégalité de l'acquisition du contrôle de la cible, et les "préoccupations quant à l'impact de la prise de contrôle sur les salariés de la cible et la communauté dans laquelle celle-ci mène ses activités"¹⁹¹.

68.- **Consécration : l'arrêt *Unocal*.** La Cour Suprême du Delaware dans son arrêt *Unocal*, laisse place à une telle vision en permettant au conseil d'administration de considérer "l'impact (de l'offre) sur les parties prenantes autre que les actionnaires (tels les créanciers, clients, salariés et même peut-être de la communauté en général)" afin de déterminer si l'offre

¹⁹⁰ "Fiduciary duties".

¹⁹¹ Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 Bus. Law. 101 (1979), spéc. p. 103 : "inadequacy of price", "illegality of the offer", illegality of the acquisition of control of the target by the raider", "concern with the impact of the takeover on the employees of the target and the community in which it operates". Nous soulignons.

constituait une menace¹⁹². Les années qui suivirent l'arrêt Unocal, malgré l'arrêt Revlon¹⁹³, furent celles d'un fort développement de la liberté des administrateurs quant à la prise en compte des intérêts des parties prenantes pour la mise en place de défenses anti-OPA, tant dans la jurisprudence que dans les lois relatives aux défenses anti-OPA d'un nombre important d'États des États-Unis¹⁹⁴. La Cour Suprême du Delaware eut ainsi à connaître du sujet dans un arrêt *Macmillan* de 1989, où elle énonça que "les circonstances peuvent amener à ce qu'une offre soit refusée", entre autres choses, sur le fondement "des alternatives disponibles et de leur effet sur les différentes parties prenantes, particulièrement les actionnaires"¹⁹⁵. Peuvent relever des circonstances mentionnées "les plans stratégiques de long terme de la société et tout facteur ayant trait aux intérêts des actionnaires et du public"¹⁹⁶. Les administrateurs disposent donc de la liberté de se préoccuper des intérêts de long terme de la société plutôt que l'augmentation de valeur à court terme et la seule recherche d'un meilleur prix possible pour les actionnaires¹⁹⁷. Dans un arrêt *Time-Warner* de 1989, la Cour Suprême du Delaware estima également que le conseil d'administration de Time avait pu rejeter une offre faite par Paramount, approuvant la préservation de l'entité Time à travers sa culture d'entreprise, sa vocation d'information (laquelle primait une activité de "divertissement" quelconque) et sa volonté de préserver son intégrité journalistique¹⁹⁸. Devant la Chancery Court et à l'instar de l'arrêt *Macmillan*, le juge Allen avait expressément admis comme préoccupations légitimes du conseil d'administration son intention de maintenir une culture d'entreprise distincte et de suivre un plan stratégique destiné à valoriser la société sur le long-

¹⁹² *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), p. 955 : "the impact on 'constituencies' other than shareholders (i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally)".

¹⁹³ V. infra, n° 70.

¹⁹⁴ De nombreuses lois, dites "*other constituency anti-takeover statutes*", permettent la prise en compte des intérêts des parties prenantes par les organes d'administration dans l'adoption des défenses anti-OPA : v. Ryan J. York, *Visages of Janes : The Heavy Burden of Other Constituency Anti-Takeover Statutes on Shareholders and the Efficient Market for Corporate Control*, 38 *Willamette L. Rev.* 187 (2002). En 2010, 28 États avaient adopté des *constituency statutes*. Adde infra, n°69.

¹⁹⁵ *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, (1989 Transfer Binder) *Fed. Sec. L. Rev. (CCH)* ¶94, 401 (Del. 1989), spéc. 92,600 n.35.

¹⁹⁶ Id.

¹⁹⁷ *TW Servs., Inc. Sh. Lit.*, (1989 Transfert Binder) *Fed. Sec. L. Rep. (CCH)* ¶94, 334, spéc. 92,178-180 (D. Del. 1989) : "Directors, in the business and affairs of the corporation, may find it prudent (and are authorized) to make decisions that are expected to promote corporate (and shareholder) long-run interests, even if short run value can be expected to be negatively affected".

¹⁹⁸ *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989). Toutefois, dans une récente affaire *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 2010 Del. Ch. Lexis 187 (Del. Ch. May 14, 2010), le juge Chandler a pu censurer une *poison pill* en contestant la vision des administrateurs selon laquelle celle-ci avait été adoptée pour protéger la culture d'entreprise de Craigslist : le juge Chandler estima que l'arrêt *Time* ne pouvait être interprété en ce sens que la culture d'entreprise, seule considérée, serait digne de protection comme une fin en soi et que la promotion ou la protection d'intérêts différents de ceux des actionnaires devaient au moins à un moment créer de la valeur pour eux (spéc. *84).

terme, bien qu'au détriment d'une maximisation de la valeur immédiate¹⁹⁹. Si les parties prenantes ne sont pas expressément mentionnées, le juge Allen estima en outre que la préoccupation du conseil d'administration "pour le rôle plus large de l'entreprise dans la société"²⁰⁰ n'avait pas causé une violation de leur devoir de maximiser le profit à long-terme de la société et de ses actionnaires.

69.- Liberté statutaire et *constituency statutes*. Outre l'appréciation du comportement des administrateurs en soi, les statuts (*charters*) des sociétés peuvent prévoir les intérêts à prendre en compte dans l'évaluation d'une offre. Ceux-ci leur permettront de prendre en considération des facteurs autres que le prix par action offert dans l'offre, à l'instar de l'effet de l'offre sur les salariés de la cible, ses fournisseurs, ses clients et les communautés dans lesquelles elle exerce son activité. Les statuts peuvent alors, au choix et selon la législation²⁰¹, donner aux administrateurs la simple faculté, voire l'obligation de prendre en considération l'impact de leur décision quant à l'évaluation de l'offre sur les parties prenantes : tel est le cas de la loi du Connecticut²⁰². Plus avant, la loi peut leur donner toute liberté pour décider quel intérêt privilégier : ainsi la loi de Pennsylvanie²⁰³ n'oblige aucunement les administrateurs à considérer l'intérêt des actionnaires de façon prioritaire et les laisse libre de décider quel intérêt privilégier. Il est toutefois une hypothèse où le seul intérêt des actionnaires doit être pris en compte par les administrateurs.

(ii) La protection des seuls intérêts des actionnaires

70.- L'arrêt *Revlon*. La Cour Suprême du Delaware a toutefois remis en cause l'approche large quant à la question des intérêts à protéger en période d'offre pour les administrateurs de la société cible, dans un arrêt *Revlon*²⁰⁴. En l'espèce, le conseil d'administration de la société Revlon avait adopté trois défenses anti-OPA en réponse à une offre non sollicitée lancée par

¹⁹⁹ *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc.*, 1989-1990 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶94,514 (Del. Ch. July 14, 1989), spéc. 93,267, 93,277, 93,283-4.

²⁰⁰ *Id.*, spéc. 93,269.

²⁰¹ Les statuts n'ont en règle générale pas à prévoir la possibilité pour les administrateurs de prendre en considération des intérêts autres que ceux des actionnaires si la législation permet déjà un tel principe.

²⁰² Conn. Gen. Stat. Ann. § 33-756(d) (2010)

²⁰³ 15 Pa. Cons. Stats. § 515(b) (2008)

²⁰⁴ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). Les débats autour de ce célèbre arrêt sont actuellement forts dans la littérature américaine : v. notamment Stephen M. Bainbridge, *The Geography of Revlon-Land*, 81 *Fordham L. Rev.* 3277 (2013) ; J. Travis Laster, *Revlon is a Standard of Review : Why It's True and What It Means*, 19 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 5 (2013) ; Franklin A. Gevurtz, *Removing Revlon*, 70 *Wash. & Lee L. Rev.* 1485 (2013).

la société Pantry Pride, les mesures consistant tout d'abord dans l'adoption d'une *poison pill*, en deuxième lieu dans une offre publique d'échange de ses propres actions contre des obligations, enfin dans la recherche d'un chevalier blanc. En réponse à ces défenses, Pantry Pride augmenta le prix par action offert. Revlon parvint ensuite à un accord avec le chevalier blanc trouvé, la société Forstmann Little, laquelle s'engageait à faire une offre à un prix légèrement supérieur à celui proposé par Pantry Pride en échange de la levée de *covenants* attachés aux obligations émises par Revlon²⁰⁵ et de certains avantages conférés par Revlon à Forstmann. Pantry Pride fit, enfin, une dernière offre à un prix supérieur et demanda devant les juridictions du Delaware l'annulation des défenses adoptées par Revlon.

La Cour Suprême du Delaware fit droit de façon partielle à la demande de Pantry Pride : tout d'abord, furent en effet validées deux des trois défenses anti-OPA adoptées par Revlon, au regard du standard *Unocal*. C'est toutefois la défense conférant certains avantages à Forstmann qui fut censurée, défense dite "*lockup arrangement*" : pour la Cour, "l'autorisation donnée par le conseil d'administration aux dirigeants de négocier une fusion ou un rachat avec un tiers était une reconnaissance que la société était à vendre. Le devoir du conseil s'est ainsi déplacé de la préservation de Revlon comme entité à la maximisation de la valeur de l'entreprise pour le profit des actionnaires. Cela a altéré significativement les responsabilités du conseil sous le standard *Unocal*. Il ne faisait plus face à une menace pour la société ou pour les intérêts des actionnaires représentée par une offre inadéquate. (...) Le rôle des administrateurs n'était plus celui de défenseurs du bastion sociétaire mais celui de mandataires chargés d'obtenir le meilleur prix pour les actionnaires dans la vente de la société"²⁰⁶. Un tel constat s'imposait et se justifiait, notamment, par la levée des *covenants*, laquelle permettrait *in fine* à Forstmann de financer son acquisition en vendant les actifs de la cible.

²⁰⁵ *Covenants* qui consistaient dans l'engagement de Revlon de ne pas s'endetter, de ne pas vendre les actifs de la société ou de ne pas payer de dividendes sauf accord des administrateurs indépendants.

²⁰⁶ "The Revlon board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale. The duty of the board has thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. This significantly altered the board's responsibilities under the *Unocal* standards. It no longer faced threats to corporate policy and effectiveness, or to the stockholders' interests, from a grossly inadequate bid. The whole question of defensive measures became moot. The directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company : Revlon, 506 A.2d, p. 182.

71.- Impératif de maximisation de la valeur actionnariale. Ce faisant, le standard *Unocal* est altéré par le standard *Revlon* : lorsque ce dernier est appliqué, en cas de changement de contrôle de la société, il est fait exception à la liberté des administrateurs dans la prise en considération des intérêts à défendre. Ceux-ci se voient dans l'obligation de privilégier l'intérêt des actionnaires puisqu'il n'y a plus de menace pesant sur la société²⁰⁷, selon la Cour Suprême du Delaware. Le test appliqué consiste alors à déterminer si les mesures de défense étaient raisonnables pour maximiser la valeur actionnariale immédiate, dans l'application du standard *Unocal*. Dans quels cas une telle obligation trouve-t-elle à s'appliquer? Deux arrêts ont permis de préciser le champ du "*Revlon-land*".

72.- Précisions ultérieures du champ d'application de l'obligation. Dans un premier arrêt opposant *Paramount* à *Time-Warner*²⁰⁸, la Cour Suprême du Delaware retint que la fusion entre les deux sociétés n'avait pas déclenché les devoirs de l'arrêt *Revlon* du fait de l'absence de changement de contrôle après la transaction. Selon la Cour, l'arrêt *Revlon* devrait s'appliquer a minima dans deux cas, à savoir "quand la société initie un processus organisé d'enchères afin de se vendre ou d'effectuer une réorganisation impliquant un *break-up* évident", ainsi que lorsqu'en "réponse à une offre, une cible abandonne sa stratégie de long terme et recherche une transaction alternative impliquant également un *break-up* de la société"²⁰⁹. Dès lors, deux questions se posèrent : tout d'abord, les devoirs propres à *Revlon* dépendaient-ils alors nécessairement d'un abandon de l'activité à venir de la société? Ensuite, l'exigence d'un changement de contrôle, que l'arrêt *Time-Warner* ne mentionnait plus mais qui était contenue dans l'arrêt *Revlon*, devait-elle continuer à s'appliquer?

La Cour Suprême du Delaware répondit aux deux questions dans un second arrêt opposant cette fois *Paramount* à la société *QVC*²¹⁰ : l'obligation des administrateurs de se préoccuper de la meilleure valeur raisonnable pour les actionnaires s'applique lorsqu'est en cause "un changement dans le contrôle de la société", ou "un *break-up* de la société". La décision *Time-*

²⁰⁷ En conséquence de quoi : "the whole question of corporate defensive measures (becomes) moot" : *Revlon*, 506 A.2d 173, p. 182.

²⁰⁸ *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

²⁰⁹ "(...) Two circumstances, which may implicate *Revlon* duties. The first, and clear one, is when a corporation initiates a clear *break-up* of the company (...). However, *Revlon* duties may also be triggered where in response to a bidder's offer, a target abandons its long term strategy and seeks an alternative transaction also involving the *break-up* of the company" : *id.*, p. 1150.

²¹⁰ *Paramount Commc'ns Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1993)

Warner ne nécessitait ainsi pas impérativement un *break-up* de la société pour donner lieu aux obligations des administrateurs résultant de l'arrêt *Revlon*²¹¹.

73.- Champ d'application de l'obligation. Il résulte de ces évolutions jurisprudentielles que les devoirs résultant de l'arrêt *Revlon* ne trouvent pas à s'appliquer dans le cas du processus d'évaluation de l'offre aux fins de l'accepter ou non, dans la situation où une société ayant un plan stratégique rejette une offre non sollicitée effectuée en numéraire, ou enfin lorsqu'est en jeu une transaction n'entraînant pas de changement de contrôle, comme une fusion entre égaux²¹². Le fait de conduire une enchère qui pourrait résulter en un changement de contrôle n'entraîne pas non plus l'application des devoirs de *Revlon* si la transaction ne résulte finalement pas en un changement de contrôle²¹³. En revanche, les devoirs de l'arrêt *Revlon* et le souci pour le seul intérêt des actionnaires s'appliquent en cas de vente ou fusion de la société en numéraire, en cas de fusion entraînant un changement de contrôle au bénéfice d'un tiers, ou enfin lorsque la société s'engage dans une vente par un processus organisé d'enchères ou une réorganisation qui amènera à un *break-up* évident de la société.

(b) Vers une solution française unique ?

74.- L'absence de mention des intérêts à prendre en compte. Le droit français antérieur à la loi du 29 mars ne posait pas comme principe explicite que les défenses anti-OPA devaient être conformes à l'intérêt social. La doctrine, toutefois, retenait de manière unanime que tel était bien le cas sur le fondement du droit commun, lequel soumet tous actes à décisions au respect de l'intérêt social qui est "une exigence permanente de la vie des sociétés"²¹⁴.

²¹¹ When a corporation undertakes a transaction which will cause : (a) a change in corporate control ; or (b) a break-up of the corporate entity, the director's obligation is to seek the best value reasonably available to the stockholders (...). Neither Time-Warner nor any other decision of this Court holds that a "break-up" of the company is essential to give rise to this obligation where there is a sale of control" : *id.*, p. 48.

²¹² Récemment, v. par exemple *Ryan v. Lyondell Chemical Co.*, 970 A.2d 235 (Del. 2009), spéc. p. 241 : *Revlon* duties are triggered when a company "embarks on a transaction - on its own initiative or in response to an unsolicited offer - that will result in a change of control".

²¹³ *In re NCS Healthcare, Inc. S'holders Litig.*, 825 A.2d 240 (Del. Ch. 2002), *rev'd on other grounds*, 818 A.2d 914 (2003).

²¹⁴ A. Viandier, OPA-OPE, n° 336, qui érige la conformité des défenses préventives à l'intérêt social en "principe (les) régissant". Adde A. Pietrancosta, J.-F. Prat, Offres publiques et droit des sociétés, *in* Les offres publiques d'achat, op. cit., p. 117, spéc. n° 319 : "en matière d'offre publique, il ne fait guère de doute que l'action du conseil de la cible et de ses dirigeants doit être guidée par l'intérêt social" ; F. Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, *in* Les offres publiques d'achat, op. cit., p. 467, spéc. n° 1034 : "(...) la société cotée demeure gouvernée par le droit "commun" des sociétés et les principes généraux de ce droit ne s'effacent pas derrière un droit boursier qui ne cesse d'affirmer son autonomie. Ainsi, le respect de l'intérêt social de la cible, tant par l'initiateur de l'offre au regard des intentions qu'il poursuit, que par les dirigeants de la cible ou ses

Une telle vision fondée sur le droit commun faisait suite à la disparition du principe de respect de l'intérêt social du Règlement général de l'AMF. Préalablement à son entrée en vigueur, l'ancien Règlement de la COB n°89-03 énonçait en effet que la cible (ainsi que l'initiatrice) devaient s'assurer que leurs "actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social" (art. 3, al. 1er).

Disparue des textes internes à l'occasion de l'entrée en vigueur du Règlement général de l'AMF²¹⁵, la mention de l'intérêt social se fit jour dans le droit communautaire, avec l'adoption de la Directive OPA dont l'article 3-1 c) énonce que "l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre". Le droit de l'Union européenne, en énonçant un tel principe semblait adopter une certaine vision de l'intérêt social, confiant à la société elle-même un intérêt propre et distinct de celui de ses actionnaires. Cette vision était encore renforcée par le considérant 17 de la Directive, selon lequel l'organe de direction de la cible doit rendre son avis motivé sur l'offre, y compris son avis relatif aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement sur l'emploi. Le droit français, à l'inverse, ne tranchait toujours pas quant à la définition de l'intérêt social à respecter en la matière : les auteurs, en effet, s'accordaient pour estimer qu'une fois le principe de conformité à l'intérêt social des défenses anti-OPA édicté, le problème principal restait bien celui de la définition même de cet intérêt social²¹⁶.

75.- Loi du 29 mars 2014. La question est désormais renouvelée par l'adoption de la loi du 29 mars 2014, laquelle opte pour "un modèle de gouvernance "à la française" qui protège réellement l'entreprise"²¹⁷. Suivant cette vue, le nouvel article L. 233-32 du Code de commerce dispose effectivement que toute décision peut être prise pour faire échouer l'offre "dans la limite de l'intérêt social de la société".

organes d'administration ou de surveillance vis-à-vis des actes pris en période d'offre publique, demeure un principe directeur fondamental".

²¹⁵ S'il a pu être question lors d'une réforme du Règlement général de charger l'AMF de veiller au respect de l'intérêt social et de faire entrer cette notion dans le Règlement général, aucune disposition n'a concrétisé cette vue : v. Ph. Portier, *Information financière et intérêt social*, RTDF n°2-2006, p. 68.

²¹⁶ V. note préc. ; A. Viandier, *OPA-OPE*, op. cit., n° 336 ("il reste à définir l'intérêt social, entreprise très délicate comme on le verra).

²¹⁷ V. Rapport Assemblée Nationale n° 1283, p. 37.

76.- L'intérêt social de la société. Il est notable que cette mention nouvelle et désormais explicitement consacrée par la législation du nécessaire respect de l'intérêt social dans les défenses anti-OPA est complétée par une définition de l'intérêt social lui-même. N'est pas, en effet, consacrée la simple limite de l'intérêt social ; est en jeu l'intérêt social *de la société*. Une telle mention, bien que succincte, est d'importance au regard des débats affectant la notion d'intérêt social²¹⁸. Comme relevé ci-avant, le principe implicite de respect de l'intérêt social était entâché du manque de définition de la notion ; le nouveau principe explicite de respect de l'intérêt social *de la société* ne l'est plus. Le législateur prend ainsi position sur la définition de l'intérêt social, par l'intermédiaire d'un texte de droit spécial²¹⁹. Cette définition de l'intérêt social *de la société* peut être rapprochée de la définition donnée dans le rapport Viénot de 1995 sur Le conseil d'administration des sociétés cotées, selon lequel "l'intérêt social peut ainsi se définir comme l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers (...) mais qui correspondent à un intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise".

L'intérêt social ainsi défini est donc large ; il ne correspond pas au seul intérêt des actionnaires²²⁰. Dans l'exercice de leur pouvoir de défense contre les OPA, les organes d'administration se voient donc contraints de considérer l'intérêt de la société elle-même et non ceux des actionnaires²²¹. La mention de l'intérêt social comme celui de la société elle-même pourrait éventuellement amener à une prise en compte de l'intérêt de ses parties prenantes par les organes d'administration, à l'instar des principes du droit américain décrits ci-avant. L'on pourrait en effet interpréter le texte en pensant que que l'intérêt social de la société rejoint celui des parties prenantes : il serait ainsi de l'intérêt de la société que ses salariés ne soient pas licenciés suite à une OPA réussie, que ses fournisseurs ne subissent pas

²¹⁸ V. supra, n° 6 s.

²¹⁹ Est en outre respecté l'article 3-1 c- de la directive OPA posant le respect de "l'intérêt de la société dans son ensemble".

²²⁰ Comp. la décision générale de la Commission des opérations de bourse du 25 juillet 1978, selon laquelle "l'intérêt des actionnaires doit constituer, pendant la durée d'une offre publique, la préoccupation dominante des dirigeants des sociétés intervenantes".

²²¹ Telle est en toute hypothèse l'intention claire du législateur et l'état du droit positif. À l'inverse, l'on peut supputer que pour les auteurs contractualistes soutenant que la société est la chose des seuls associés, le texte de loi ne devrait toutefois pas entraîner de modification de leur vision du seul respect de l'intérêt des associés. En effet, puisque l'intérêt de la société *est* selon eux celui de ses actionnaires, le respect de l'intérêt social *de la société* se définirait forcément comme le respect de l'intérêt des seuls actionnaires.

de difficultés excessives suite au démantèlement progressif de la cible, que son territoire²²² d'implantation historique ne subisse d'importantes pertes d'emplois... Tous ces arguments fourniront à l'avenir une marge de liberté importante des organes d'administration dans la mise en place des défenses anti-OPA. Une telle vision de l'intérêt social élargi désormais consacrée par la législation rejoint d'ailleurs celle de l'article 231-19, 4° du Règlement général AMF prévoyant le contenu de la note en réponse de la société cible, au titre de laquelle "le conseil d'administration ou du conseil de surveillance (exprime son avis motivé) sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés"²²³. Le caractère anxiogène des OPA renforcera cette liberté des organes d'administration dans l'adoption de défenses au regard de leur conformité à l'intérêt social, qu'ils ne manqueront pas d'invoquer : le droit français en la matière rejoindrait ainsi le droit américain, dans son arrêt *Unocal* ou ses lois anti-OPA permettant une prise en compte large des parties prenantes. Une telle orientation pourrait cependant sembler contraire aux exigences de la soft law, puisque le Code AFEP/MEDEF énonce, comme point de départ, que "(le conseil d'administration) est et doit demeurer une instance collégiale qui est mandatée par l'ensemble des actionnaires"²²⁴. Cela n'est toutefois pas le cas si l'on entend que la protection de l'intérêt social largement entendu implique, comme en droit américain, une amélioration de la valeur actionnariale à terme : cette interprétation se double d'ailleurs du point 5.1 du Code AFEP/MEDEF selon lequel le conseil "exerce les compétences qui lui sont dévolues par la loi dans l'intérêt social"²²⁵.

77.- Consultation d'experts. Dans la prise en compte de l'intérêt social au sens large pour défendre la société contre une OPA, le conseil d'administration pourra veiller à s'entourer de conseils indépendants afin de limiter l'engagement de sa responsabilité sur ce fondement. Il serait en cela inspiré du droit américain²²⁶. Tel devrait a fortiori être le cas lorsque leur intérêt

²²² Pour reprendre l'expression des parlementaires.

²²³ Dans une offre récente (affaire Foncière Paris France) et à titre d'illustration, le conseil d'administration de Foncière Paris France considéra ainsi que "l'offre constitu(ait) une opération financière opportuniste (...) et dont le prix ne reflète pas la valeur que les actionnaires (pouvaient) légitimement attendre" : dès lors, "l'offre n'(était) conforme ni à l'intérêt de la Foncière Paris France, ni à celui de ses salariés, actionnaires et porteurs de titres donnant accès au capital (Note en réponse à la note d'information établie par la société PHRV, 13 décembre 2011, p. 63). Sur l'affaire, v. D. Martin, B. Kanovitch, G. Giuliani, RTDF n°2-2013, p. 73, spéc. p. 78 ; adde A. Berdou, Le rachat d'actions, une défense anti-OPA efficace? Retour sur l'affaire Foncière Paris France, Dr. sociétés 2012, alerte 21.

²²⁴ Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP/MEDEF, édition Juin 2013, point 1.1.

²²⁵ De façon semblable à l'article L. 233-32 du Code de commerce, la point 1.1 du Code AFEP/MEDEF mentionne "l'intérêt social de l'entreprise".

²²⁶ V. supra, n° 33 s. ; v. infra, n° 110.

particulier diverge de celui des actionnaires, voire des parties prenantes²²⁷ : l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF prend déjà en considération ceci en requérant l'intervention d'un expert indépendant "lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration, de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre"²²⁸.

78. Une improbable application de la distinction opérée par l'arrêt *Reylon*. Il reste enfin à déterminer si la jurisprudence française construira un pan du droit similaire à celui de l'arrêt *Reylon*, conférant dans certaines hypothèses toute priorité aux actionnaires. Au vu de la faible place encore laissée à la théorie contractuelle de la société et au contexte politique, il est permis d'en douter. C'est, d'ailleurs, ce qu'indiquait déjà des auteurs en 2004, selon lesquels "la solution américaine imposant, en cas d'offre conduisant à un changement de contrôle, aux dirigeants de rechercher "the highest reasonable value", a le mérite de la clarté, mais ne saurait sans réserve être transposée en France, dans la mesure où l'application des principes généraux de droit des sociétés ne saurait être suspendue en période d'offre et en particulier celui du respect de l'intérêt social"²²⁹. La consécration absolue du respect d'un intérêt social *de la société* s'opposera donc à la prise en compte des seuls intérêts des actionnaires. Ainsi, même en cas de vente inéluctable de la société ou de ses actifs, rien ne devrait s'opposer à ce que les administrateurs continuent de défendre les salariés, fournisseurs et créanciers, lesquels seront affectés par le démantèlement pouvant avoir lieu par la suite.

79. Quelles défenses pour la prise en compte d'un intérêt social élargi ?. Les défenses anti-OPA étant désormais orientées par un intérêt social large, elles seront d'autant plus aptes à faire échouer l'offre que certaines défenses, plus particulièrement, sont sensibles à la prise en compte d'un tel intérêt social élargi.

²²⁷ D. Martin, G. Buge, Offre publique et conflits d'intérêts, J. des soc., février 2009, p. 20 ; E. Cafritz, D. Caramelli, La responsabilité des dirigeants de la société cible quant à leur prise de position sur l'offre envisagée, D. 2004, p. 122.

²²⁸ À l'instar de la responsabilité des administrateurs pour l'adoption de défenses anti-OPA (sur le régime de leur responsabilité, v. **infra n° 230**), pourrait se poser la question de leur responsabilité quant à leur prise de position sur l'offre ayant amené à un échec de celle-ci. Selon A. Viandier (op. cit., n°2028), "l'appréciation de la responsabilité éventuelle des dirigeants se fait selon le droit commun ; l'action risque de buter sur la démonstration du préjudice comme à chaque fois qu'il revêt la perte d'une chance".

²²⁹ J.-J. Daigre, P. Portier, P.-H. Conac, B. Dondero, Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée, Option finance n°798, 6 septembre 2004, p. 35, spéc. p. 36.

2) Les mécanismes structurels permettant la prise en compte d'un intérêt social élargi

80.- La prise en compte d'un intérêt social élargi dans les défenses anti-OPA est particulièrement marquée par certaines défenses. S'il convient de mentionner en premier lieu l'intervention des salariés et de leurs intérêts dans les offres publiques, deux défenses particulières tendent à ne pas prendre en considération qu'un intérêt social strict : les droits de vote double et l'actionnariat salarié.

(a) L'intervention de l'intérêt des salariés dans la procédure d'OPA

81.- Si le nouveau principe de respect de "l'intérêt social de la société" du droit français peut être vu comme propre à l'institution ou comme couvrant, à ce titre, l'intérêt des salariés, le droit positif n'ignorait déjà pas leur intérêt. Il a été renforcé par la loi du 29 mars 2014.

82.- Droit antérieur à la loi du 29 mars 2014. La loi NRE du 15 mai 2001 et la loi du 31 mars 2006 ont permis aux salariés de bénéficier d'une information renforcée en cas d'offre publique, confortées en cela par la Directive OPA qui pose un principe d'information et consultation obligatoires des représentants du personnel de l'offrant et de la société cible²³⁰. Au regard de cette législation antérieure à la loi du 29 mars 2014, l'entreprise cible était tenue de réunir le comité d'entreprise immédiatement après le dépôt de l'offre, réunion au cours de laquelle le comité d'entreprise devait décider s'il souhaitait entendre l'auteur de l'offre et se prononcer sur le caractère amical ou hostile de celle-ci. En ce cas l'auteur de l'offre était tenu de présenter sa politique industrielle et financière, ses plans stratégiques pour la cible et les répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de la cible. En cas d'absence du représentant de la société initiatrice, celle-ci est privée des droits de vote attachés aux titres de la cible qu'elle détient ou viendrait à détenir, tout comme les sociétés contrôlées par elle ou la contrôlant²³¹. L'initiateur est en outre tenu dans les 3 jours de la publication de la note d'information visée par l'AMF de la communiquer au comité d'entreprise de la cible, lequel se réunissait pour procéder à l'examen de cette note dans les 15 jours suivant sa publication et ce

²³⁰ Attendu 23 et art. 14 de la directive OPA.

²³¹ Art. L. 2323-24 C. trav.

avant la date de l'assemblée générale réunie en application de l'article L. 233-32 ancien du Code de commerce.

83.- Droit positif postérieur à la loi du 29 mars 2014. L'article 8 de la loi du 29 mars 2014 a renforcé le rôle du comité d'entreprise en procédant à la modification des articles L. 2323-21 à L. 2323-26, L. 2323-35 et L. 2323-37 du Code du travail²³².

Au cours de la réunion du comité de l'entreprise qui fait l'objet de l'offre, l'employeur a désormais l'obligation d'indiquer si l'offre a été sollicitée ou non. Le comité d'entreprise peut dès ce stade désigner un expert-comptable dans les conditions de l'article L. 2325-35 du Code du travail²³³. L'audition de l'auteur de l'offre à laquelle le CE pourrait souhaiter procéder doit alors se tenir dans un délai d'une semaine à compter du dépôt du projet d'OPA ; pouvant se faire assister des personnes de son choix, il doit toujours présenter sa politique industrielle et financière, ses plans stratégiques pour la société concernée et les répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de cette société. Le CE peut se faire assister lors de l'audition par l'expert-comptable désigné précédemment²³⁴.

L'auteur de l'offre doit également toujours communiquer au CE de la société cible la note d'information visée par l'AMF dans les trois jours de sa publication²³⁵.

En outre, l'expert-comptable désigné dans les conditions prévues à l'article L. 2323-35 lors de la première réunion du CE de la cible est désormais chargé d'établir un rapport évaluant la politique industrielle et financière et les plans stratégiques que l'auteur de l'offre envisage d'appliquer à la société cible, ainsi que les répercussions de leur mise en oeuvre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de la société. Il dispose pour ce faire d'un délai de trois semaines à compter du dépôt du projet d'OPA²³⁶. L'on peut à ce titre s'interroger sur les informations dont il aura le droit de disposer et qu'il pourra exiger de la cible, puisque certaines peuvent être extrêmement sensibles et

²³² Sur le droit positif et le nouveau régime, v. F. Barrière, C. de Reals, art. préc., n° 38 à 54. Adde J. Brosset, N. Cuntz, Aspects boursiers de la loi Florange : le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles, RD bancaire et fin. 2014, étude 7, n° 10 s.

²³³ Art. L.2323-21 C. trav.

²³⁴ Art. L.2323-21-1 C. trav. créé par la loi du 29 mars 2014.

²³⁵ Art. L. 2323-22 C. trav.

²³⁶ Art. L. 2323-22-1 C. trav. créé par la loi du 29 mars 2014.

confidentielles, d'autant plus que ne s'applique pas à l'expert-comptable l'obligation de confidentialité à laquelle est soumise le comité d'entreprise.

Tenant compte de la suppression du principe de neutralité à l'article L. 233-32 du Code de commerce, l'article L. 2323-23 du Code du travail est modifié. Ainsi, préalablement à l'avis motivé du conseil d'administration ou de surveillance sur l'intérêt de l'offre et sur ses conséquences pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés²³⁷, le CE de la cible est réuni et consulté sur le projet d'offre. Il examine au cours de cette réunion le rapport établi par l'expert-comptable évaluant la politique industrielle et les plans de l'auteur de l'offre²³⁸ et peut demander la présence de l'auteur de l'offre. Le CE émet son avis dans un délai d'un mois à compter du dépôt du projet d'OPA et est réputé avoir été consulté en l'absence d'avis dans ces délais. L'avis du comité d'entreprise et le rapport de l'expert-comptable sont reproduits dans la note en réponse établie par la société faisant l'objet de l'offre ou, s'il y a lieu, dans la note d'information commune établie par l'auteur de l'offre et la société en faisant l'objet.

Les membres élus du comité d'entreprise ont la possibilité, s'ils estiment ne pas disposer d'éléments suffisants, de saisir le présent du tribunal de grande instance statuant en la forme des référés en dernier ressort pour qu'il ordonne la communication, par la société faisant l'objet de l'offre et par l'auteur de l'offre, des éléments manquants ; le juge statue dans un délai de huit jours. Cette saisine n'a pas pour effet de prolonger le délai dont dispose le comité d'entreprise pour rendre son avis, mais en cas de difficultés particulières d'accès aux informations nécessaires à la formulation de l'avis du comité d'entreprise, le juge peut décider la prolongation du délai d'un mois dont dispose le comité d'entreprise pour émettre son avis, sauf lorsque ces difficultés résultent d'une volonté manifeste de retenir ces informations de la part de la société faisant l'objet de l'offre.

En application d'un nouvel article L. 2323-23-1 du Code du travail créé par la loi du 29 mars 2014, l'employeur de l'entreprise sur laquelle porte l'offre peut réunir son comité d'entreprise dans les deux jours ouvrables suivant l'annonce de l'offre, à la demande de l'employeur auteur de l'offre, les articles L. 2323-21, L. 2323-22 et L. 2323-23 du Code du travail s'appliquant alors et les délais prévus par ceux-ci courant à compter de l'annonce de l'offre. En cas de modification significative des informations présentées au comité d'entreprise entre l'annonce

²³⁷ V. supra n° 76.

²³⁸ Il s'agit du rapport établi en application de l'article L. 2323-22-1 C. trav.

et le dépôt de l'offre, l'avis rendu, le cas échéant par le comité d'entreprise, est caduc. Le comité d'entreprise est réuni dans les deux jours suivant le dépôt de l'offre et rend un avis dans les conditions prévues aux articles L. 2323-21, L. 2323-22 et L. 2323-23 du Code du travail.

L'article L. 2323-24 du Code du travail n'est pas modifié par la loi ; les mêmes incitations au respect des dispositions du Code du travail ont donc cours après la loi du 29 mars 2014, importantes en pratique puisqu'elles consistent dans la privation des droits de vote attachés aux titres de la société cible. Le représentant de l'auteur de l'offre a donc tout intérêt à se rendre à la réunion du comité d'entreprise à laquelle il aurait été invité dans les conditions des articles L. 2323-21 et L. 2323-23 du Code du travail, d'autant plus que l'interdiction s'étend aux sociétés contrôlant l'auteur de l'offre ou que celui-ci contrôle au sens de l'article L. 233-16 du Code de commerce. La sanction est toutefois levée le lendemain du jour où l'auteur de l'offre a été entendu par le comité d'entreprise de la société faisant l'objet de l'offre, ainsi que si l'auteur de l'offre n'est pas convoqué à une nouvelle réunion du comité d'entreprise dans les quinze jours suivant la réunion à laquelle il avait été préalablement convoqué.

84.- Création d'une obligation de suivi des engagements. Un nouvel article L. 2323-26-1 A du Code du travail vient veiller au respect des déclarations faites par l'auteur de l'offre devant le comité d'entreprise. En effet, en cas d'acquisition par l'initiateur du contrôle de l'entreprise faisant l'objet de l'offre²³⁹, celui-ci doit rendre compte au comité d'entreprise de la société désormais contrôlée au cours du sixième, du douzième et du vingt-quatrième mois suivant la clôture de l'offre, de la manière dont il a mis en oeuvre les déclarations d'intention et, le cas échéant, les engagements qu'il a pris auprès du comité d'entreprise dans le cadre de ses auditions²⁴⁰ en matière d'emploi, de maintien des sites d'activité et de localisation des centres de décision exprimées dans la note d'information. L'on peut toutefois s'interroger sur les conséquences d'une telle obligation de suivi : l'initiateur de l'offre peut être tenu d'effectuer des modifications de ses engagements pour des raisons (stratégiques, économiques, technologiques) qu'il ne maîtrise pas, sans être de mauvaise foi. Ainsi "sauf à être parfaitement informé et en l'absence de toute variation de facteurs internes et externes à la société-cible, le non-respect justifié, de bonne foi, de l'engagement de l'initiateur en matière d'emploi ne devrait pas être un fait générateur de responsabilité"²⁴¹.

²³⁹ Au sens des articles L. 233-1, L. 233-3 et L. 233-16 C. com.

²⁴⁰ Prévues aux articles L. 2323-21-1 et L. 2323-23 C. trav.

²⁴¹ F. Barrière, C. de Reals, art. préc., n° 46.

85.- Extension du calendrier de l'offre. Les dispositions nouvelles du Code du travail et les obligations en résultant amènent à un allongement du calendrier de l'offre. En effet, alors que le projet de note en réponse devait antérieurement être rendu public 15 jours après le dépôt du projet d'offre au plus tard, le projet de note en réponse doit désormais être publié avec l'avis du comité d'entreprise. Celui-ci disposant à cette fin d'un mois, le projet de note en réponse ne pourra être publié au plus tôt que 31 jours après le dépôt du projet d'offre et 46 jours au maximum. Un tel délai ne tient en outre pas compte des possibilités diverses ouvertes par les articles du Code du travail ou la réglementation des offres publiques. L'intervention d'une offre concurrente, la nomination d'un expert-comptable, la saisine du président du tribunal de grande instance seront autant de circonstances pouvant encore allonger le calendrier de l'offre (l'on peut penser que ce dernier, soumis à de fortes pressions médiatiques et sociales, usera de sa faculté de prolonger le délai d'un mois dont dispose le comité d'entreprise en cas d'informations qui ne seraient pas, selon lui, satisfaisantes...).

86.- Champ d'application. Exclusion. Enfin, un nouvel article L. 2323-26-1 B du Code du travail exclut l'application de la législation détaillée ci-avant²⁴² à certaines offres. Sont ainsi exclues des obligations en résultant les offres publiques de rachat effectuées en vue d'une réduction de capital non motivée par des pertes (art. L. 225-207 C. com) ou en vertu des dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce. L'application de la législation est également exclue lorsque la société cible fait l'objet d'une offre publique engagée par des entités, agissant seules ou de concert²⁴³ et qui détiennent plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la société faisant l'objet de l'offre.

87.- Application dans le temps. À l'instar de l'article 10 de la loi du 29 mars 2014 relatif à la compétence des organes sociaux dans l'adoption de mesures de défense anti-OPA, l'article 8 de la loi fixe l'application des dispositions du Code du travail susmentionnées à compter du premier jour du quatrième mois suivant la promulgation de la loi, soit le 1er juillet 2014.

88.- Droit américain. À l'instar du droit français, le droit américain impose à un offrant de révéler ses plans pour de futurs changements sociétaires qui affecteraient la cible en cas de succès de l'offre, comme la vente de certaines de ses activités (*Item 5 of Schedule 14D-1, SEC*

²⁴² Articles L. 2323-22-1 à L. 2323-26-1 A C. trav.

²⁴³ Au sens de l'article L. 233-10 C. com.

Rule). Cela permettra d'autant mieux aux administrateurs d'évaluer la menace pour la société que peut constituer l'offre et de décider en conséquence d'adopter certaines défenses anti-OPA.

De plus, des représentants des syndicats sont également invités à siéger au conseil d'administration, bien qu'à l'instar du droit français ce soit en position fortement minoritaire. Les syndicats et salariés ont pu être très actifs dans des OPA, notamment dans des affaires ayant permis d'illustrer la conclusion d'accords collectifs entre des sociétés et certains des syndicats regroupant ses salariés afin de résister contre des offres publiques. Cela a pu être le cas dans une affaire *Air Line Pilots Association International v. UAL Corp*²⁴⁴, où la société UAL conclut des contrats avec ses machinistes en vue de résister à une offre par un collectif de pilotes de l'air. *In fine*, c'est surtout par la mise en place d'un actionnariat salarié important que le droit américain permet aux employés de s'exprimer dans les offres publiques.

(b) L'actionnariat salarié

89-. Une défense efficace et utilisée. L'actionnariat salarié est fréquemment évoqué comme un moyen efficace de lutter contre les OPA. Quelles que puissent être les défenses mises en oeuvre par le conseil d'administration, il revient en effet à chaque actionnaire de décider s'il apporte ses titres à l'offre ou non. Comporter une part de salariés plus ou moins importante au sein de l'actionnariat permet alors, par l'octroi de cette double qualité, de "forcer" l'actionnaire salarié à considérer son intérêt de salarié plutôt que son intérêt d'actionnaire. Cela pourra l'amener à refuser d'apporter ses titres du fait des craintes habituelles exprimées quant au maintien de l'emploi dans la société cible en cas de succès de l'offre. D'importantes tentatives d'acquisition ont ainsi échoué, un exemple topique étant celui de l'offre de la BNP sur la Société Générale en 1999, échec analysé notamment sous l'angle de la détention de 10,8% des droits de vote par les salariés de cette dernière ; l'actionnariat salarié fortement développé d'Eiffage a également contribué à l'échec de l'OPA initiée par Sacyr en 2007.

Si l'actionnariat salarié n'est pas qu'un moyen de défense anti-OPA et présente d'autres vertus²⁴⁵, il est toutefois possible de relever une fréquence croissante des sociétés du CAC 40 à y recourir. De 22,5% de sociétés du CAC 40 comptant un actionnariat salarié supérieur à

²⁴⁴ 669 F. Supp. 1309 (N. D. III. 1988) ; 717 F. Supp. 575 (N. D. 1989) ; 897 F.2d 1394 (7th Cir. 1990).

²⁴⁵ L'actionnariat salarié est fréquemment décrit comme un moyen d'améliorer les performances des salariés.

5% des droits de vote en 2007, la proportion est passée à 25% des sociétés du CAC 40 en 2011 et 30% en 2012. Plus encore, 12,5% des sociétés du CAC 40 disposaient en 2012 d'un actionnariat salarié supérieur à 10% des droits de vote²⁴⁶.

Connu du droit français, le mécanisme l'est également du droit américain.

(i) Le droit français

90- Suivant l'idée que l'actionnariat salarié constitue un moyen adéquat de défense contre les OPA en ce que le salarié serait plus soucieux de la conservation de son emploi que de sa plus-value en cas d'apport des titres à l'offre, la loi du 29 mars 2014 a modifié le droit en vigueur afin de donner plus de liberté aux sociétés en la matière. Le mécanisme, à l'instar de l'association des salariés à la procédure d'OPA²⁴⁷, permet de "renforcer le poids de l'intérêt social de l'entreprise"²⁴⁸

91- Développement de l'actionnariat salarié.- Afin de développer l'actionnariat salarié, une société a le choix entre deux options principales. La première technique est celle du rachat d'actions déjà existantes²⁴⁹ aux fins de les redistribuer aux salariés, dans les conditions de l'article L. 225-208 du Code de commerce²⁵⁰. Le rachat est alors suivi d'une attribution aux salariés ou mandataires sociaux de l'entreprise, à travers la participation aux résultats de l'entreprise, l'attribution gratuite d'actions aux salariés ou dirigeants et l'attribution d'options d'achat d'actions aux salariés et mandataires sociaux.

²⁴⁶ F. Grillier, H. Segain, Panorama 2011 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40, RTDF n° 4-2011 p. 124 ; Id., Défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40 - Panorama 2012, RTDF n° 2-2013, p. 25 ; Id., Défenses anti-OPA - Panorama 2012 des sociétés du CAC 40, Herbert Smith Freehills. Certaines sociétés sont connues pour disposer d'un actionnariat salarié conséquent : ainsi Safran voit ses salariés détenir 10% du capital et 15,60% des droits de vote ; ceux d'Essilor International détiennent 8,22% du capital et 14,12% des droits de vote. Les chiffres utilisés sont les derniers chiffres disponibles reflétant l'actionnariat au 31/12/2011, issus des documents de référence.

²⁴⁷ V. supra n° 81 s.

²⁴⁸ Rapport n° 1283 Assemblée Nationale, p. 40 : "Deux mesures vont dans le sens du renforcement de l'intérêt social de l'entreprise : l'association des salariés à la procédure d'OPA et la hausse du seuil d'actions gratuites attribuées aux salariés. Elles généreront deux effets positifs : 1° elles contribueront à valoriser le point de vue des acteurs ayant une véritable connaissance interne de l'entreprise, plutôt que celui d'actionnaires "de passage" ; 2° elles limiteront l'impact des décisions prises par des acteurs sans risques (les gestionnaires de fonds) et qui ont pourtant d'importantes conséquences sur les acteurs en risque (les salariés)".

²⁴⁹ R. Mortier, Le rachat d'actions au service de l'actionnariat des salariés, Dr. sociétés 2007, étude 6, p. 8.

²⁵⁰ Art. L. 225-208 C. com : Les sociétés qui font participer leurs salariés à leurs résultats par attribution de leurs actions, celles qui attribuent leurs actions dans les conditions prévues aux articles L. 225-197-1 à L. 225-197-3 et celles qui consentent des options d'achat de leurs actions dans les conditions prévues aux articles L. 225-177 et suivants peuvent, à cette fin, racheter leurs propres actions. Les actions doivent être attribuées ou les options doivent être consenties dans le délai d'un an à compter de l'acquisition.

La deuxième technique consiste dans l'augmentation de capital réservée aux salariés : l'augmentation de capital est alors la conséquence d'un apport en numéraire (options d'achat d'actions, participation aux résultats), ou d'une incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émissions (actions gratuites).

92. Attribution gratuite d'actions.- Au regard de l'augmentation de capital avec attribution d'actions gratuites aux salariés, l'article L. 225-197-1 ancien du Code de commerce limitait ainsi le nombre total d'actions attribuées gratuitement à 10% du capital à la date de la décision de leur attribution par le conseil d'administration ou le directoire.

Ce seuil est désormais modifié dans le nouvel article L. 225-197-1 du Code de commerce, tel que modifié par la loi du 29 mars 2014²⁵¹. Il est en effet porté une exception d'importance à ce seuil : si le nombre total d'actions attribuées gratuitement aux salariés ne peut toujours, en principe, être supérieur à 10% du capital, il peut être fait exception à ce seuil puisque *ce pourcentage est porté à 30% lorsque l'attribution d'actions gratuites bénéficie à l'ensemble des membres du personnel salarié de la société*. L'exception est toutefois soumise à une contrainte : *l'écart entre le nombre d'actions distribuées à chaque salarié ne peut être supérieur à un rapport de un à cinq*²⁵².

93-. Saisine du Conseil constitutionnel.- L'article 9 de la loi du 29 mars 2014 a fait l'objet d'un recours devant le Conseil constitutionnel, des sénateurs requérants estimant qu'il portait atteinte au droit de propriété et à la liberté d'entreprendre et méconnaissait l'objectif de valeur constitutionnelle d'accessibilité et d'intelligibilité de la loi en ne permettant pas de déterminer si les actions attribuées jusqu'au plafond de 10% devaient respecter la règle selon laquelle "l'écart entre le nombre d'actions distribuées à chaque salarié ne peut être supérieur à un rapport de un à cinq" et en ne permettant pas non plus de déterminer si cet écart devait s'appliquer à la distribution elle-même ou au "stock détenu par chaque salarié à l'issue

²⁵¹ Art. 9 de la loi du 29 mars 2014.

²⁵² Notons que l'exception a également été insérée au sujet des sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé mentionnées à l'article L. 225-197-1 C. com : si le nombre total des actions attribuées gratuitement ne peut excéder 10% du capital social à la date de la décision de leur attribution par le conseil d'administration ou le directoire, leurs statuts peuvent prévoir, *dans le cas d'attributions gratuites à certaines catégories des membres du personnel salarié de la société uniquement*, un pourcentage plus élevé, qui ne peut toutefois excéder 15% du capital social à la date de la décision d'attribution des actions, ce dernier pourcentage étant *porté à 30% lorsque l'attribution d'actions gratuites bénéficie à l'ensemble des membres du personnel salarié de la société*. *L'écart entre le nombre d'actions distribuées à chaque salarié ne peut être supérieur à un rapport de un à cinq*.

d'opérations de distribution successives". L'article a été déclaré conforme à la Constitution par le Conseil constitutionnel²⁵³.

94-. Conséquences du nouveau dispositif.- Le nouveau dispositif permettant de porter les actions attribuées gratuitement aux salariés jusqu'à 30% du capital d'une société est motivé par la volonté de créer un actionnaire de référence de long terme, apte à protéger la société en cas d'OPA à laquelle il n'apporterait pas ses titres. Cette protection peut en outre être renforcée par une autre modification apportée par la loi du 29 mars 2014, à savoir le caractère automatique de l'octroi des droits de vote double²⁵⁴ : une société pourrait désormais, en théorie du moins, voire 60% des droits de vote des actionnaires exprimés par des salariés au titre d'actions attribuées gratuitement. En outre, l'abandon du principe de neutralité pesant sur les dirigeants et l'octroi de nouveaux pouvoirs aux organes d'administration par l'article L. 233-32 nouveau du Code de commerce offre à cette défense des perspectives nouvelles : les délégations profitant aux organes de direction n'étant plus suspendues en période d'offre, ceux-ci peuvent les utiliser pleinement. Les délégations confiées au conseil d'administration au titre de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce pourront ainsi jouer : selon le I. de l'article, en effet, "l'assemblée générale extraordinaire, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire (...) peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire à procéder, au profit des membres du personnel salarié de la société ou de certaines catégories d'entre eux, à une attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre" (al. 1). Selon l'alinéa 3, l'assemblée générale extraordinaire fixe également le délai pendant lequel cette autorisation peut être utilisée par le conseil d'administration ou le directoire, ce délai ne pouvant excéder trente-huit mois. Enfin, selon l'alinéa 5, l'attribution des actions à leurs bénéficiaires n'est toutefois définitive qu'au terme d'une période d'acquisition dont la durée minimale qui ne peut être inférieure à deux ans est déterminée par l'assemblée générale extraordinaire.

Il en résulte qu'en période d'offre, il pourra être procédé à une attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre par le conseil d'administration ; si elles sont alors émises, un acquéreur potentiel en cas de succès de l'offre se retrouvera, à l'issue de l'attribution aux salariés sur une durée d'acquisition de 2 ans, dilué à hauteur de l'augmentation réalisée.

²⁵³ Cons. const., 27 mars 2014, n° 2014-692 DC, cons. 34 à 43.

²⁵⁴ V. infra n° 100.

L'on constate donc qu'en plus d'offrir l'avantage d'un actionnariat stable, en principe préoccupé par un horizon de long terme et peu enclin à apporter ses titres à une offre, le présent mécanisme peut être semblable à celui des bons Breton, à la différence que la dilution finale de l'acquéreur se doublera d'une proportion d'autant plus grande de salariés actionnaires, pouvant lui être hostiles.

(ii) Le droit américain

95.- Les ESOP. Les mêmes motivations d'implication plus forte des salariés dans leur société et de possibilité de résistance accrue aux OPA motive le droit américain dans l'élaboration de mécanismes favorisant l'actionnariat salarié.

Le mécanisme le plus utilisé consiste ainsi dans les plans d'actionnariat salarié ("Employee Stock Ownership Plan", ci-après ESOP). Dans le cadre d'un ESOP, la société met en place un trust devenant propriétaire de titres de la société à travers l'octroi par elle d'actions au trust, ou l'achat d'actions par le trust. Les salariés sont quant à eux propriétaires de parts du trust : leur participation dans le capital de la société se fait donc par l'intermédiaire de celui-ci. Le trust détient les titres pour le bénéfice des salariés actionnaires.

96.- Une défense efficace. Afin d'inciter à la création d'ESOPs aux fins de résistance aux OPA, le droit du Delaware énonce qu'un actionnaire détenant une part importante du capital²⁵⁵ a l'obligation d'obtenir l'accord du conseil d'administration²⁵⁶ s'il désire s'engager dans la voie d'une acquisition de la société²⁵⁷, à l'exception du cas où il acquerrait au moins 85% ou 95% des actions émises de la société ou à moins que l'offre ne soit approuvée par un vote à la majorité qualifiée des titres autres que ceux détenus par l'acquéreur potentiel. La mise en place d'ESOPs permet ainsi de compliquer le jeu de ces exceptions. Tel ne sera toutefois le cas que si les règles de l'ESOP prévoient que les titres peuvent être apportés de façon confidentielle par les salariés actionnaires participants²⁵⁸ : c'est en effet à cette condition que les titres détenus par l'ESOP sont considérés comme émis ("*outstanding*"). Dès lors, si l'ESOP détient un pourcentage d'actions conséquent, par exemple de 15% et que les salariés

²⁵⁵ "Interested shareholder", détenant entre 10 et 15% de actions émises et attribuées de la société ("*outstanding shares*").

²⁵⁶ Cette obligation a seulement cours pour une certaine durée à compter de l'acquisition de la participation (typiquement 3 à 5 ans)

²⁵⁷ "Business combination".

²⁵⁸ Cela afin d'éviter une influence indûe des dirigeants sur l'apport à l'offre de leurs titres par les salariés.

soutiennent leurs dirigeants dans leur stratégie, l'autorisation du conseil d'administration sera indispensable à une tentative de prise de contrôle par un actionnaire en place (fusion, OPA), ce qui a en pratique un effet dissuasif pendant la période suivant l'acquisition de la participation.

À l'instar des limites de l'attribution gratuite d'actions motivant le droit français et tenant dans l'octroi d'actions à tous les salariés dans des proportions étroites, le droit américain exige que les intérêts de tous les salariés puissent être pris en compte de façon égale. L'ESOP ne peut ainsi pas opérer de discrimination entre les salariés selon leurs postes ou salaires²⁵⁹ : les salariés disposent d'un droit égal à apporter leurs titres mais l'expérience montre que les salariés n'appartenant pas au management le plus élevé auront tendance à soutenir leurs dirigeants dans le cadre de la lutte contre une OPA. C'est donc une défense efficace.

97.- L'affaire Shamrock. Une illustration importante de l'utilisation de l'actionnariat salarié dans le contexte des OPA est fournie par un arrêt *Polaroid*²⁶⁰. Suite à l'acquisition par la société Shamrock Holdings d'environ 5% du capital de la société Polaroid en juin 1988, cette dernière réagit à la menace perçue en instituant un ESOP détenant 14% du capital de la société : l'ESOP prévoyait un vote et apport de leurs titres confidentiel pour les salariés. Dans le cas où ceux-ci auraient estimé devoir donner leur confiance aux dirigeants actuels de la société, l'ESOP avait pour conséquence de restreindre fortement l'hypothèse d'une prise de contrôle puisqu'elle aurait dû être approuvée par les dirigeants de Polaroid. La Cour du Delaware valida toutefois le dispositif et rejeta l'argumentation de Shamrock qui estimait que l'offre aurait été empêchée : "Du fait de la clause de confidentialité, il ne peut être soutenu que le management contrôlait la décision des salariés d'apporter leurs titres à une offre. S'il est établi que le management dispose d'un avantage du fait de son accès facile aux salariés et de leurs préoccupations au sujet de la sécurité de l'emploi, il n'est pas établi que l'ESOP est un mécanisme empêchant toute offre ou que l'avantage qu'il confère au management porte atteinte aux intérêts de la société ou de ses actionnaires. L'ESOP signifie que l'acquéreur potentiel devra acquiescer la confiance et le soutien des salariés afin de voir son offre réussir ; il n'est toutefois pas établi que ce soutien est ou aurait été impossible à

²⁵⁹ I.R.C. § 401(a)(4).

²⁶⁰ *Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corporation*, 559 A.2d 257 (Del. Ch. 1989) ; *In re Polaroid Corp. S'holders Litig.*, 560 A.2d 491 (Del. 1989) ; 559 A.2d 278 (Del. Ch. 1989).

obtenir"²⁶¹. L'ESOP fut donc validé puisque, bien que rendant l'acquisition plus difficile, il n'était pas impossible pour Shamrock de convaincre les salariés actionnaires d'apporter leurs titres à l'offre.

(c) La mise en place de droits de vote double en droit français

98.- L'actionnariat de long terme. Le mécanisme des droits de vote double permettant de fidéliser l'actionnariat, il était logique qu'il soit pris en compte au titre des mesures de la loi du 29 mars 2014 "en faveur de l'actionnariat de long terme". C'est ainsi la "volonté (du législateur) de restaurer le primat de l'économie réelle sur la finance, en préservant et en confortant les actionnaires de long terme ou historiques"²⁶² qui a motivé un changement de législation sur les droits de vote double, dans la lignée des propositions déjà faites dans le rapport Gallois²⁶³. Une telle préoccupation est en lien avec la modification de la structure actionnariale et la participation désormais importante d'actionnaires, comme les hedge funds, accusés de n'avoir qu'une vue court-termiste²⁶⁴. À l'inverse, les actionnaires individuels seraient intéressés par le long terme et permettraient à une société de se préoccuper de stratégies autres que court-termistes²⁶⁵. Afin d'encourager les actionnaires à s'engager dans la société pour un horizon de temps étalé²⁶⁶, les droits de vote double ont été institués. Si cela donne aux actionnaires de long terme un avantage dans les décisions devant être prises en

²⁶¹ "Given its confidentiality provision, it cannot be said that management controls the employee's tendering decisions. The evidence does establish that management has a leg up based upon its easy access to the employees and their likely concern about job security. However, there is no evidence that the ESOP is a "lock-up" or that the leg up it gives management in any way harms the company or its public stockholders. The ESOP may mean that a potential acquiror will have to gain the employees' confidence and support in order to be successful in its takeover effort. However, there has been no showing that such support is or would be impossible to obtain" : 559 A.2d 257, spéc. p. 274.

²⁶² Rapport n° 1284 Assemblée Nationale, p. 50.

²⁶³ Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, nov. 2012, p. 21. Adde la Proposition n° 5 du rapport d'information n°737 de J.-M. Clément et Ph. Poullion, déposé en conclusion des travaux de la mission d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises en février 2013.

²⁶⁴ V. en ce sens Jack B. Jacobs, Does the New Corporate Shareholder Profile Call for a New Corporate Law Paradigm, 18 Fordham J. Corp. & Fin. L. 19 (2012), spéc. p. 22-23, soutenant que le taux de rotation annuel dans le portefeuille d'un *mutual* fund est d'environ 100%, le taux de rotation annuel des investissements par les *hedge* funds étant de 200%. Contra, v. D. Katelouzou, Myths and Realities of Hedge Fund Activism : Some Empirical Evidence, 7 Va. L. & Bus. Rev. 459 (2013), spéc. p. 476 s., qui définit comme un "mythe" la vision court-termiste prêtée aux hedge funds en relevant de façon empirique que sur un échantillon de 494 hedge funds, 73,6% gardaient leurs participations pour une durée supérieure à un an.

²⁶⁵ Leo E. Strine, Jr., Breaking the Corporate Governance Logjam in Washington : Some Constructive Thoughts on a Responsible Path Forward, 63 Bus. Law. 1079 (2008), spéc. p. 1082 ("most individual investors are invested for the long term to accomplish two key objectives, having the funds necessary to pay for their children's college education and to provide for themselves in retirement. The investors have little interest in short-term gimmicks (...)").

²⁶⁶ Emeka Duruigbo, Stimulating Long-Term Shareholding, 33 Cardozo L. Rev. 1733 (2012), invoquant dans le même objectif du développement d'un actionnariat de long terme le renouvellement de la théorie du "trust fund" en droit américain.

assemblée en période normale, tel sera aussi le cas pour l'adoption de défenses anti-OPA relevant de la compétence de l'assemblée. L'octroi des droits de vote double est donc une défense anti-OPA qui s'inscrit dans la prise en compte d'un intérêt social élargi puisque guidé par d'autres considérations que la prise en compte de son seul intérêt par un actionnaire court-termiste, qui se désintéresserait de la stratégie de long terme de la société. Ainsi, "l'intérêt social peut trouver son parti de l'inégalité entre actionnaires"²⁶⁷ par le renforcement du poids des actionnaires de long terme. Le procédé des droits de vote double a toutefois pu être critiqué, en ce qu'il serait incompatible avec les principes de fonctionnement de la société anonyme, porterait atteinte à la démocratie actionnariale et perturberait le fonctionnement optimal des marchés²⁶⁸, en plus d'isoler la France et la place de Paris puisque ce mécanisme est peu reconnu dans les autres pays européens²⁶⁹.

99.- Nécessité antérieure d'une mention expresse. Antérieurement à la loi du 29 mars 2014, l'article L.225-123 alinéa 1 ancien du Code de commerce permettait déjà d'apporter une exception à la règle de principe de proportionnalité du capital aux droits de vote. Selon celui-ci, "un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent peut être attribué par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire".

100.- Nouvel octroi automatique du droit de vote double. L'article 7 de la loi du 29 mars 2014 a procédé à l'inversion du principe et de l'exception, suivant en cela la suggestion du rapport Gallois²⁷⁰.

Le dernier alinéa de l'article L. 225-123 modifié du Code de commerce dispose ainsi, désormais, que "dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi (du 29 mars 2014), pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une

²⁶⁷ A. Couret, Le retour du débat sur le droit de vote double, JCP E 2013, 1518, et Dr. sociétés 2013, étude 22.

²⁶⁸ Sur ces arguments et leur critique, v. A. Reygrobelle, Proportionnalité entre capital et contrôle : faut-il interdire toute dérogation au principe une action = une voix?, RTDF n° 3-2007, p. 101. V. également, M. Storck, Th. de Ravel d'Esclapon, Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?, Bull. Joly Sociétés 2009, p. 90.

²⁶⁹ À l'exception par exemple de la Suède.

²⁷⁰ Selon lequel "le droit de vote double serait automatiquement acquis après deux ans de détention des actions, l'Assemblée Générale ne pouvant le remettre en cause qu'à la majorité des deux tiers".

inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa". Parallèlement, l'alinéa 1er suscité est modifié via la suppression de la mention d'une *assemblée générale ultérieure*.

Si le droit positif n'est donc pas modifié pour les sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, il résulte de ce nouveau dispositif que pour les sociétés cotées, le droit de vote double est désormais de droit pour tous les actionnaires détenant leurs titres au nominatif depuis deux ans au moins. Alors que la décision prise en assemblée générale extraordinaire de modifier les statuts pour octroyer les droits de vote double pouvait auparavant être bloquée par les investisseurs activistes détenant un tiers du capital, leur opposition au nouveau principe et la modification statutaire visant à empêcher l'octroi des droits de vote double nécessitera bien, désormais, la majorité des deux tiers.

Si la société concernée n'avait pas instauré de droits de vote double sous la législation précédente, le délai de deux ans désormais prévu a pour point de départ l'entrée en vigueur de la loi. Toutefois, si la société concernée avait instauré un droit de vote double dans ses statuts, ceux-ci continuent de s'appliquer et le délai de deux ans sera calculé à partir de la date à laquelle l'attribution des droits de vote double a été décidée.

101.- Possibilité d'un délai supérieur.   l'instar du régime qui avait cours précédemment, les statuts pourront également prévoir que l'octroi automatique des droits de vote double se fera à l'issue d'un délai supérieur à deux ans, tant que celui-ci n'est pas discriminant. Une interrogation était en effet apparue lors des formulations du nouvel article prévues au cours des navettes parlementaires : le texte discuté ne faisait pas référence à un "délai de deux ans *au moins*", comme le faisait l'article L. 225-123 ancien, mais à un simple "*délai de deux ans*". Il n'était donc pas certain qu'il continue de s'agir d'un délai minimal pouvant être étendu dans les statuts : le nouveau texte aurait pu être interprété comme prévoyant un délai d'ordre public. La rédaction finale du nouvel article L. 225-123 du Code de commerce a toutefois pris en considération ce problème : le nouvel article est rédigé à la lumière de la formulation précédente, faisant bien mention d'un "délai de deux ans *au moins*". Les statuts pourront donc prévoir un délai plus long.

102.- Abandon du privilège de nationalité.- L'article L. 225-123 ancien du Code de commerce prévoyait en son alinéa 3 que le droit de vote double prévu par les statuts puisse être réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant d'un État membre de la Communauté européenne ou d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen. La proposition de loi envisageait de modifier la règle dans un sens plus défavorable encore aux non-nationaux, en généralisant la limitation aux sociétés cotées : selon la proposition, en effet, "sauf clause contraire des statuts, le droit de vote (double) est réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant de l'Union européenne ou d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen". Par crainte d'une censure du Conseil constitutionnel et d'une perte d'attractivité importante de la place de Paris, les travaux en commission ont toutefois abouti à la suppression de cette proposition pour, finalement, supprimer l'alinéa 3 de l'article L. 225-123 ancien du Code de commerce : la possibilité de prévoir une application distributive des droits de vote double selon la nationalité semble donc désormais impossible.

103.- Une défense anti-OPA efficace?.- Dès avant la loi du 29 mars 2014, la valeur défensive des droits de vote double a pu être relativisée. En effet, puisque "le droit de vote double ne décourage que les impatientes"²⁷¹, chacun pouvait obtenir cet avantage s'il avait été prévu dans les statuts à la fin du délai défini (2 ans ou plus). De même, l'article L. 233-37 du Code de commerce restreignait de façon importante leur efficacité puisqu'il autorisait les restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote visant leur suspension en période d'offre publique, lors des réunions des assemblées réunies aux fins d'adopter ou d'autoriser toute mesure susceptible de faire échouer l'offre. Puisque le principe de neutralité a désormais été abandonné, ce n'est que si une clause des statuts le prévoit que l'autorisation d'une assemblée sera désormais requise et que les droits de vote double pourront trouver à jouer : l'adoption des défenses anti-OPA n'est plus, en effet, de la compétence de principe des assemblées. Ainsi que l'estime un auteur, "le mécanisme repose donc moins sur l'influence que pourraient exercer les titulaires du droit de vote double au sein des assemblées que sur la présomption - fragile - qu'ils seraient moins tentés d'apporter leurs titres à une offre publique que les actionnaires réputés "court-termistes". Ce n'est sans doute pas tout à fait faux (mais) le seul fait d'être inscrit au nominatif depuis deux ans ne signifie pas forcément que l'actionnaire

²⁷¹ A. Viandier, OPA-OPE, op. cit., n° 504.

adhère pleinement au projet d'entreprise de la société et/ou partage les vues de ses dirigeants, surtout si le prix est attractif²⁷².

104.- Critique du dispositif nouveau.- Le nouveau régime est toutefois critiqué. Il l'est, en premier lieu, au regard de l'exigence d'inscription des titres au nominatif. En effet, si la loi a désormais supprimé la possible discrimination qui résultait de la nationalité des investisseurs, cette exigence semble la réintroduire de façon indirecte puisque les investisseurs étrangers institutionnels sont, de façon majoritaire, hostiles à l'idée d'une inscription de leurs titres au nominatif²⁷³. La conséquence pourrait en être leur retrait progressif du marché français et une perte d'attractivité de la place de Paris²⁷⁴. Dès lors, les actionnaires proches des organes de direction inscrivant, eux, leurs titres au nominatif, ce seront "surtout les actionnaires de référence et les dirigeants actionnaires qui bénéficieront des droits de vote double. Cette situation renforcera leur mainmise sur la société et n'encouragera pas une prise de conscience salutaire quant à la nécessité de prendre davantage en compte les droits des actionnaires minoritaires dans la vie de tous les jours des entreprises et pas seulement au moment du déclenchement d'une offre publique"²⁷⁵. Ce dispositif facilitera en outre les prises de contrôle "de fait" par certains actionnaires sans dépôt par eux d'une offre publique obligatoire dans le cas de sociétés au capital dispersé et à fort taux d'absentéisme en assemblée générale, alors que le législateur entendait précisément lutter contre celles-ci par la loi du 29 mars 2014. De même, des auteurs soutiennent que le nouveau dispositif ne modifiera pas, voire aggravera, la situation des actionnaires individuels ou des salariés actionnaires, tout comme les participations détenues par l'État²⁷⁶.

De plus, un effet collatéral de la réforme et de l'octroi automatique des droits de vote double consistera, pour les sociétés qui n'avaient pas prévu dans leurs statuts de tels droits sous l'empire de la législation antérieure, dans divers franchissements de seuils et l'obligation consécutive de déposer des offres publiques. Afin d'éviter une telle contrainte, les sociétés devront donc procéder à des modifications statutaires pour empêcher l'octroi automatique des

²⁷² H. Le Nabasque, L'inversion du droit de vote double dans les sociétés cotées, RD bancaire et fin. 2013, repère 6.

²⁷³ Id.

²⁷⁴ A. Couret, Le retour du débat du le droit de vote double, art. préc., spéc. n° 13.

²⁷⁵ C. Deniaud, S. Vermeille, Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires?, RTDF n°4-2013 / n° 1-2014, p. 116, spéc. p. 132.

²⁷⁶ D. Martin, K. Angel, L'instauration d'un droit de vote double automatique. - Une ambition à la Pyrrhus?, JCP E 2013, 1044., spéc. n° 11 s.

droits de vote double ou à convertir les titres au nominatif en titres au porteur : cela se ferait toutefois au détriment des actionnaires de référence, contraints à une dilution dont ils ne pourraient prévoir à l'avance l'importance.

In fine, certains pensent que le mécanisme favorisera "les investisseurs financiers, et essentiellement étrangers, ce qui ne correspond sans doute pas à ce que les promoteurs de la proposition de loi avaient imaginé"²⁷⁷ tout en ne favorisant pas l'actionnariat de long terme.

105.- Nouveau seuil de caducité. Mentionnons enfin, à titre annexe, l'introduction d'une défense anti-OPA (si l'on en retient une définition large, du moins) par le législateur dans la loi du 29 mars 2014. Celle-ci consiste à lutter contre les prises de contrôle rampantes par des investisseurs, notamment *raiders*, qui parviendraient à prendre le contrôle d'une société sans verser de prime aux actionnaires. Afin de protéger ceux-ci, l'article 5 de la loi a en effet créé un nouvel article L. 433-1-2 du Code monétaire et financier. Une offre publique volontaire ou obligatoire sera ainsi désormais caduque de plein droit si, à l'issue de l'offre, l'initiateur n'a pas obtenu un nombre d'actions représentant une fraction de capital ou de droits de vote supérieure à la moitié²⁷⁸²⁷⁹. En cas de caducité d'une offre, l'initiateur sera alors privé des droits de vote attachés aux actions détenues au-delà de 30% dans le cas d'une offre publique obligatoire résultant du franchissement du seuil de 30%, ou dans la privation des droits de vote attachés aux actions détenues préalablement au dépôt de l'offre et augmentés de 1% des droits²⁸⁰, dans le cas d'une offre publique obligatoire résultant d'un excès de vitesse d'acquisition. L'initiateur d'une offre détenant entre 30 et 50% du capital ou des droits de vote ne pourra donc désormais augmenter sa participation en capital ou en droits de vote qu'en informant l'AMF et en déposant une nouvelle offre publique : l'initiateur se voit privé des droits de vote tant qu'il ne détiendra pas la moitié du capital ou des droits de vote. L'on

²⁷⁷ Id., n° 12 et 13.

²⁷⁸ Le Règlement général de l'AMF précisera les conditions et cas d'application de cette mesure.

²⁷⁹ À titre d'exemple, lors de l'offre d'Axel Springer sur la société SeLoger.com, l'initiateur s'était vu reprocher par la cible de procéder à "une prise de contrôle de fait sans offrir de véritable sortie aux actionnaires de SeLoger.com à des conditions satisfaisantes, c'est-à-dire à un prix qui aurait dû incorporer une prime de contrôle" (Note en réponse de SeLoger.com visée par l'AMF le 29 novembre 2010).

²⁸⁰ La loi du 29 mars 2014 a également modifié le régime de l'excès de vitesse d'acquisition (art. L. 433-3, I C. monét. fin.), selon lequel un actionnaire détenant entre 30% et 50% du capital ou des droits de vote d'un émetteur de droit français dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé à augmenter sa participation sans avoir à déposer d'OPA ni informer l'AMF si la progression de cette participation est inférieure à 1% par an, alors que ce seuil était avant la loi du 29 mars 2014 de 2% par an. Une telle mesure vise également à rendre plus difficiles les situations de contrôle de fait.

constate donc que guidé par un intérêt social élargi, le législateur n'a pas oublié celui des actionnaires, notamment minoritaires.

106.- Conclusion quant aux intérêts considérés dans les défenses anti-OPA. L'intérêt social largement entendu est, d'ores et déjà, considéré quant aux réponses apportées aux OPA. Que cela soit par l'association des salariés aux procédures ou grâce à des défenses anti-OPA qui permettent de faire jouer, de manière structurelle, un intérêt social élargi, il semble que les organes d'administration français, à l'instar des administrateurs américains, soient confrontés à de nouvelles perspectives. Alors que des dispositions réglementaires du Règlement général AMF pouvaient déjà leur imposer de prendre en considération l'intérêt des parties prenantes dans leur réponse à une offre, la nouvelle loi du 29 mars 2014 s'inscrit encore dans le sillage de l'arrêt *Unocal* en permettant la prise en compte de l'intérêt social *de la société* pour la défendre contre une OPA. Les administrateurs bénéficiant de cette liberté certaine, il est possible de penser que les intérêts des parties prenantes, à travers la prise en compte de l'intérêt de la société, vont désormais gagner en considération dans les défenses anti-OPA. Les administrateurs ne manqueront pas des les invoquer, que l'invocation soit d'ailleurs justifiée ou qu'elle ne serve en réalité qu'à masquer le conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent et leur volonté de conserver leur position. Une telle évolution peut sembler d'autant plus certaine que le régime de défenses anti-OPA assurant, en elles-mêmes, la prise en compte d'un intérêt social élargi, a été modifié afin de les rendre plus efficaces. Se dirigera-t-on également vers une hypothèse où, une fois le processus d'offre fortement engagé et la claire intention de l'initiateur de dépecer la société annoncée, les administrateurs se transformeraient en simples mandataires des associés chargés de vendre leur société au meilleur prix possible? Une jurisprudence française semblable à l'arrêt *Revlon* semble improbable, tant il est difficile d'imaginer qu'un tel principe puisse être consacré alors que la tendance législative, jurisprudentielle, sociétale, est à la prise en compte des intérêts des parties prenantes.

B. L'INTÉRÊT SOCIAL, LIMITE DES DÉFENSES ANTI-OPA

107.- L'article L. 233-32 du Code de commerce pose désormais le principe qu'énonçait précédemment la doctrine en se fiant au droit commun : le conseil d'administration peut prendre toute décision dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, dans la limite de l'intérêt social de la société.

Plus qu'une vision des intérêts à considérer dans la détermination des défenses anti-OPA, cet article fixe donc également la limite de celles-ci et le champ de liberté dont elles jouissent. En effet, "le droit, voire le devoir de se défendre contre une offre non sollicitée, n'autorise pas à faire n'importe quoi"²⁸¹. Le domaine des défenses anti-OPA est à ce titre symptomatique d'actes très faiblement motivés par l'intérêt social. Les administrateurs pourraient ainsi être tentés de procéder à la cession d'actifs stratégiques de la société pour un prix modique afin de freiner les désirs d'un initiateur qui les aurait visés. Même pour un prix équitable, celui-ci pourrait ne plus souhaiter acquérir la société qui détiendrait désormais des liquidités et non plus l'immobilisation sortie du patrimoine.

Une telle préoccupation se retrouve en droit français et en droit américain. Si le test du droit français est formellement celui de l'intérêt social, le test du droit américain le rejoint d'un point de vue matériel lorsqu'il examine la proportionnalité des défenses anti-OPA à la menace perçue. Proportionnalité et intérêt social sont ainsi intimement liés²⁸². Le constat de leur violation pourra entraîner la responsabilité des organes de la société.

1) L'insertion des défenses anti-OPA dans des limites raisonnables

a) La proportionnalité des défenses en droit américain

108.- Unocal : *business judgment rule* rehaussée (2).- Le droit américain, bien qu'admettant largement les défenses anti-OPA, les soumet toutefois à un processus d'évaluation rigoureux. Désigné comme le "test *Unocal*", il consiste en l'application d'un double standard, dont le premier est l'exigence de la mise en place de défenses anti-OPA par un conseil

²⁸¹ A. Viandier, OPA-OPE, op. cit., n° 2042.

²⁸² V. ainsi les développements de Mme A. Bennini, th. préc., p. 331 s., sur la méthode du bilan, l'intérêt social et la proportionnalité.

d'administration ayant des motifs raisonnables de penser qu'une menace existe pour la société. Ce premier test a été étudié *supra*²⁸³. Si le conseil d'administration y satisfait, les mesures de défense adoptées devront alors respecter une exigence de proportionnalité à l'égard de la menace. C'est là le deuxième test relevant du standard *Unocal*, appliquant une *business judgment rule* dite "rehaussée" et déterminant la marge de liberté des administrateurs.

109.- Test du caractère raisonnable de la défense.- Dans son arrêt *Unocal*, la Cour Suprême du Delaware a énoncé que toute réponse à la menace raisonnablement perçue pour la société se devait d'être *raisonnable* à son égard²⁸⁴. Dans l'évaluation de la défense anti-OPA comme effectivement raisonnable eu égard à la menace perçue (en cours d'offre ou de façon préalable), l'arrêt *Unitrin* a précisé qu'il convient de vérifier que la réponse du conseil d'administration n'est pas *disproportionnée*, c'est-à-dire "draconienne (*draconian*), en étant soit de nature à empêcher sa réalisation (*preclusive*), soit coercitive"²⁸⁵.

110.- Les défenses disproportionnées. Une défense est "coercitive" si elle vise à obliger les actionnaires à pencher pour une alternative ayant le soutien des organes dirigeants. Elle sera "de nature à empêcher sa réalisation" si elle "rend la capacité de l'offrant à remporter un *proxy contest* et obtenir le contrôle sur la société soit mathématiquement impossible, soit inatteignable d'un point de vue réaliste"²⁸⁶. Si elle n'est pas draconienne, la défense anti-OPA est également considérée comme disproportionnée si elle ne correspond pas à un registre de réponses raisonnables à la menace perçue²⁸⁷.

Dans la satisfaction de ce second critère tenant à la nature raisonnable de la défense, les administrateurs ont la charge de prouver, en premier lieu qu'ils ont suivi un processus raisonnable de prise de décision et ont fondé leurs décisions sur un corpus raisonnable d'informations ; ils doivent également prouver, en second lieu, qu'ils ont agi raisonnablement

²⁸³ V. *supra*, n° 33 s.

²⁸⁴ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), spéc. p. 955 : a response to the danger is "reasonable in relation to the threat posed".

²⁸⁵ *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995), spéc. p. 1367 : "draconian, by being either preclusive or coercive".

²⁸⁶ *Id.* : A defensive measure is coercive if it is "aimed at 'cramming down' on its shareholders a management-sponsored alternative". A defensive measure is preclusive if it "makes a bidder's ability to wage a successful proxy contest and gain control either 'mathematically impossible' or 'realistically unattainable" : *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, 723 A.2d 1180 (Del. Ch. 1998), spéc. p. 1195.

²⁸⁷ *Unitrin*, 651 A.2d, p. 1361 : the board's actions must fall "within a range of reasonable responses to the threat posed".

à la lumière des circonstances²⁸⁸. Le fait que les administrateurs soient convaincus de bonne foi d'avoir agi de façon adéquate n'est pas de nature à faire obstacle au contrôle juridictionnel du caractère raisonnable de la défense. Une défense doit, enfin, nécessairement améliorer la valeur actionnariale à long terme, tout en pouvant considérer les intérêts de parties prenantes.

111.- Contrôle *in concreto*. Les juridictions du Delaware exercent un contrôle *in concreto* sur les défenses mises en oeuvre par le conseil d'administration. La Cour Suprême du Delaware a en effet précisé dans un arrêt *Selectica*²⁸⁹ de 2010 que la nature raisonnable de la défense du conseil d'administration devait être déterminée au regard de la menace spécifique au moment où celle-ci était identifiée. C'est donc la nature de cette menace qui détermine l'échelle des mesures défensives raisonnables.

Une fois satisfait ce second aspect du test *Unocal* et après que le premier critère du test ait également été respecté, les actions défensives restent soumises au contrôle juridictionnel sur le fondement de la *business judgment rule* de droit commun. À ce titre, les administrateurs jouissent d'une présomption de conformité à leurs devoirs fiduciaires et il reviendra au plaignant²⁹⁰ de prouver qu'ils ont enfreint ceux-ci. Si le standard *Unocal* n'était pas satisfait, les mesures défensives du conseil d'administration seront invalidées à moins que celui-ci ne démontre leur "équité" intégrale (*entirely fair*)²⁹¹. Ce lien entre le standard *Unocal* puis le test de droit commun du *business judgment* a été critiqué par les auteurs comme inadéquat et non nécessaire, ce qui n'a toutefois pas amené à une évolution de la jurisprudence²⁹².

112.- La rareté des défenses censurées. Du fait d'une approche traditionnellement favorable aux défenses anti-OPA et d'un standard *Unocal* interprété par des juges qui n'admettent que de graves violations du caractère nécessairement proportionnel des défenses, très peu d'arrêts

²⁸⁸ In re Del Monte Foods Co. S'holders Litig., C.A. No. 6027-VCL (Del. Ch. Feb. 14, 2011).

²⁸⁹ *Versata Enters., Inc. v. Selectica, Inc.*, 5 A.3d 586 (Del. 2010), spéc. p. 606-607 : Under a *Unocal* analysis, the reasonableness of a board's response is determined in relation to the "specific threat", at the time it was identified. Thus, it is the specific nature of the threat that "sets the parameters for the range of permissible defensive tactics" at any given time. The record demonstrates that a longtime competitor sought to increase the percentage of its stock ownership, not for the purpose of conducting a hostile takeover but, to intentionally impair corporate assets, or else coerce Selectica into meeting certain business demands under the threat of such impairment. Only in relation to that specific threat have the Court of Chancery and this Court considered the reasonableness of Selectica's response (...) The Selectica Board carried its burden of proof under both parts of the *Unocal* test.

²⁹⁰ Alors que c'est au conseil d'administration de démontrer la conformité de son action au standard *Unocal*.

²⁹¹ *Unitrin*, 651 A.2d p. 1377 n.18 & p. 1390 ; *Unocal*, 493 A.2d p. 958.

²⁹² William T. Allen, Jack B. Jacobs, Leo E. Strine, Jr., *Function over Form : A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 57 *Bus. Law.* 1287 (2001), spéc. p. 1310-1311.

ont procédé à la censure de défenses anti-OPA. Ainsi, en 2012, sur 47 affaires jugées par les Cours du Delaware en application du test *Unocal*, seules neuf avaient vu une défense anti-OPA censurée comme étant disproportionnée.

Tel put être le cas, le plus souvent, devant le constat que la défense mise en place par le conseil visait principalement à perpétuer son contrôle sur la société. Tel a ainsi été le cas au sujet de la mise en place d'un ESOP, dont l'établissement ne visait que ce but et qui a pu être considéré comme violant *Unocal*²⁹³. Toujours à propos d'un ESOP, certains ont pu être rendus inefficaces en ce qu'ils portaient une atteinte excessive à la possibilité de réussite d'une offre. Dans une affaire opposant NCR Corporation à AT&T²⁹⁴, le second avait effectué une offre non sollicitée aux actionnaires de NCR au prix de 90\$ par action. Suite à la résistance du management, AT&T sollicita les actionnaires afin de réunir une assemblée procédant au remplacement du conseil d'administration de NCR (*proxy contest*), les statuts exigeant un vote de 80% des actions émises pour remplacer en ce cas un administrateur. Dans les trente jours précédant le vote, le conseil administration mit en place un ESOP en vertu duquel 5,5 millions d'actions devaient être émises et attribuées au *trustee* au prix de 90,75\$ par action, le droit de vote sur l'ensemble des actions étant réparti entre 24.000 salariés de la société ; le *trustee* devait en outre procéder au vote des actions non attribuées de façon identique au vote des actions attribuées aux salariés. Du fait de la nouvelle détention par les salariés de 8% des actions de NCR, la réunion de la majorité de 80% des voix à l'assemblée était ainsi d'autant plus difficile pour AT&T en vue de procéder au remplacement du conseil d'administration. L'ESOP fut toutefois contesté par AT&T sur le fondement de l'absence de contrepartie reçue par NCR à l'émission des nouvelles actions. L'argument emporta conviction des juges puisque la mise en place de l'ESOP par NCR fut jugée comme une tentative illégitime de la part des dirigeants de NCR de perpétuer leur contrôle sur la société face à une offre d'AT&T. Ainsi, bien qu'il fut reconnu que l'ESOP poursuivait une politique de rémunération légitime, son objectif premier n'en était pas moins d'empêcher la démocratie sociétaire et de perpétuer le contrôle sur la société : les actions détenues dans l'ESOP se virent ainsi privées du droit de vote à l'assemblée décidant de l'élection des administrateurs.

²⁹³ Frantz Mfg. Co v. EAC Indus., 501 A.2d 401 (Del. 1985).

²⁹⁴ NCR Corp. v. Am. Tel. & Tel., 761 F. Supp. 475 (S.D. Ohio 1991).

D'autres défenses ont pu être jugées disproportionnées, comme l'adoption d'une disposition *dead-hand* par un conseil d'administration, dont il a été estimé qu'elle n'avait que pour but de lui permettre de rester en place et était donc préclusive²⁹⁵, ou une restructuration de la société décidée par le conseil mais jugée disproportionnée²⁹⁶. Tel fut encore le cas de modifications statutaires visant à exiger une majorité qualifiée pour certaines décisions²⁹⁷. Les parachutes dorés, mode de rémunération ayant émergé dans les années 1980 du fait, notamment, de leur fonction anti-OPA, sont constamment jugés conformes au standard *Unocal*, alors que la législation et la jurisprudence françaises ont veillé à assurer leur conformité à l'intérêt social, notamment au regard de la satisfaction à certaines exigences de performance par le dirigeant.

b) La conformité des défenses à l'intérêt social en droit français

113.- La conformité à l'intérêt social. S'il était unanimement reconnu que les défenses anti-OPA mises en oeuvre sous l'empire du droit français devaient être conformes à l'intérêt social, le nouvel article L. 233-32 du Code de commerce tel que modifié par la loi du 29 mars 2014 pose un principe expresse : "pendant la période d'offre publique (...), le conseil d'administration (...) peut prendre toute mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués à l'assemblée générale, *dans la limite de l'intérêt social de la société*".

Si le principe posé est clair, quelles défenses anti-OPA pourraient entraîner une violation de l'intérêt social? Le principe irrigue l'intégralité du droit des sociétés et pourrait donc trouver à s'appliquer à toute décision : ainsi des mesures visant à modifier la consistance de la cible²⁹⁸ (ainsi particulièrement de la cession d'actifs), d'attribution gratuites d'actions, d'une cession d'autocontrôle, d'une contre-attaque Pacman, d'une sanctuarisation d'actifs²⁹⁹... De plus, la violation de l'intérêt social pourrait entraîner la responsabilité des conseils d'administration, aujourd'hui compétents en principe pour leur adoption, mais également d'actionnaires, car ceux-ci gardent une compétence résiduelle. Toutefois, si le principe de respect de l'intérêt social est cardinal, la jurisprudence n'a pu l'appliquer que très rarement aux défenses anti-

²⁹⁵ Carmody v. Toll Bros., 723 A.2d 1180 (Del. Ch. 1998).

²⁹⁶ Robert M. Bass Grp., Inc., v. Evans, 552 A.2d 1227 (Del. Ch. 1988).

²⁹⁷ Chesapeake Corp. v. Shore, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000).

²⁹⁸ Acquisitions d'actifs, augmentations de capital par apport en nature ou en numéraire, rachat d'actions et réductions de capital, conclusions d'accords industriels ou commerciaux, introduction en bourse de filiales, scission et apport partiel d'actif...

²⁹⁹ P. Servan-Schreiber, La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA? - Comparatif fiducie / stitching, RD bancaire et fin. 2007, étude 19.

OPA pour déterminer que "le désir irrationnel, mais humainement compréhensible, de faire obstacle à un offrant qui a l'audace d'attaquer la cible sans prévenir ne saurait" tout justifier³⁰⁰.

114.- Illustrations. Antérieurement à la loi du 29 mars 2014 et alors que se posait toujours la question de la définition même de l'intérêt social, qui semble désormais réglée puisqu'il s'agit bien de celui *de la société*, peu d'arrêts avaient eu à connaître de la question d'une conformité de défenses anti-OPA à l'intérêt social. Un premier arrêt, rendu par la Cour d'appel de Bruxelles en 1988³⁰¹, avait énoncé "que les pouvoirs qui ont été confiés aux administrateurs (en matière d'augmentation de capital) doivent s'exercer en fonction de l'intérêt de la société, (lequel) peut consister, dans certaines espèces, dans le maintien de la continuité de la structure de l'actionariat".

115.- Illustration : la cession de l'autocontrôle. Surtout l'arrêt fréquemment cité a été rendu par la Cour d'appel de Paris le 15 mars 2000, dans une affaire *Société Atticus Management Ltd c/ SA Groupe andré et a*³⁰² ayant eu à connaître d'une défense préventive. En l'espèce, un fonds d'investissement qui disposait de 30,53% du capital et de 32,9% des droits de vote de la société Groupe André avait adressé à la société des projets de résolution aux fins de nomination de quatre nouveaux membres au sein du conseil de surveillance de la société. Le président du directoire de la société, dans une déclaration d'intention, annonça vouloir céder les actions d'auto-contrôle. Le fonds d'investissement, craignant une manoeuvre anti-OPA destinée à contrer ses volontés lors de la prochaine assemblée générale, demanda alors au président du tribunal de commerce, dans le cadre d'un référé, la mise sous séquestre des actions et l'interdiction de la cession d'autocontrôle. La décision de référé refusant de faire droit à une telle demande de mise sous séquestre, le fonds interjeta appel en arguant que les dirigeants agissaient dans leur intérêt personnel et non dans l'intérêt social. La Cour d'appel de Paris confirma la décision attaquée en énonçant qu' "il n'est pas (...) interdit aux dirigeants d'une société de combattre l'action engagée par certains associés pour, apparemment, modifier la politique de l'entreprise, dès lors qu'ils le font par des moyens licites et dictés par le souci de défendre l'intérêt de la société" : "si les dirigeants d'une société doivent en toutes

³⁰⁰ A. Viandier, OPA-OPE, op. cit., n° 2137.

³⁰¹ CA Bruxelles, 1er mars 1988 : RD Bancaire et bourse 1988, p. 101.

³⁰² CA Paris, 15 mars 2000, *Sté Atticus Management Ltd c/ SA Groupe André et a.* : Bull. Joly Sociétés 2000, p. 625, obs. A. Couret ; Bull. Joly Bourse 2000, p. 323, note N. Rontchevsky ; JCP E 2000, p. 1046, note A. Viandier ; RTD Com. 2000, p. 695, obs. C. Goyet et p. 675, obs. J.-P. Chazal et Y. Reinhard ; D. 2000, p. 303, obs. M. Boizard et p. 477 obs. J.-C. Hallouin.

circonstances s'abstenir d'exercer leurs prérogatives à des fins purement personnelles, il ne peut a priori être posé en principe que la cession par Groupe André de ses actions d'autocontrôle portera atteinte à l'intérêt de cette société". Au surplus, quant à la cession des actions d'autocontrôle, le fonds d'investissement "conserv(ait) la possibilité, soit d'acquérir lui-même les actions d'autocontrôle mises sur le marché, soit de contester la transaction devant la juridiction compétente, notamment en cas de cession à vil prix, et de faire sanctionner le détournement de pouvoir dont la preuve pourrait ainsi être rapportée".

Ce faisant, la Cour d'appel de Paris retint la conformité à l'intérêt social d'une telle défense anti-OPA de cession de titres d'autocontrôle. Cela revenait à consacrer une conception large de l'intérêt social puisque "l'appréciation d'une atteinte éventuelle à (l'intérêt social), qui ne se confond pas avec celui de quelques actionnaires ou groupe d'actionnaires, dépendra des conditions, notamment financières, dans lesquelles interviendra la cession".

Dans deux autres décisions du 5 avril et 3 mai 2002 également relatives à l'autocontrôle, la Cour d'appel de Paris eut à se prononcer sur une demande de condamnation au paiement de dommages-intérêts des administrateurs d'une société après que celle-ci ait procédé à la cession de ses actions autodétenues. Le demandeur soutenait qu'une telle cession blessait l'intérêt social et que tous les actionnaires auraient dû être mis en mesure d'acquérir les actions cédées. La Cour d'appel débouta le demandeur, estimant que la cession avait donné à la société des disponibilités financières de nature à améliorer sa situation et que rien n'imposait à celle-ci de favoriser un groupe d'actionnaires particulier et de lui permettre d'augmenter son poids décisionnel dans la société³⁰³. La décision de cession à un tiers d'actions autodétenues est donc une option stratégique pour la société et est validée dès lors qu'aucune atteinte aux intérêts de la société, notamment financiers, n'est démontrée³⁰⁴.

116.- Illustration : Modification de l'objet social et cession d'actifs. Une autre limitation du pouvoir des administrateurs quant à l'adoption des défenses réside dans le respect de l'objet social. Cela serait particulièrement le cas au regard des défenses dites "*crown jewels*", par lesquelles sont cédés des actifs stratégiques, que ce soit au travers d'une décision prise en

³⁰³ CA Paris, 5 avril 2002 n° 00-4851, 3^e ch. B. Sté Museum Partner LP Delaware c/ Taittinger : 3 mai 2002 n° 00-17603, 3^e ch. B. Sté Museum Parner LP Delaware c/ Taittinger, BRDA 23/02, MSC n° 8483.

³⁰⁴ V., pour une hypothèse ancienne également relative à la cession de l'autocontrôle, une ordonnance sur référé du Président du tribunal de commerce de Paris le 30 août 1989 : JCP E 1990, 15677, n° 17, obs. A. Viandier, J.-J. Caussain.

cours d'offre mais également par le jeu d'une clause de changement de contrôle déclenchant de façon automatique l'option pour le bénéficiaire d'acquérir les actifs. Ces défenses peuvent tendre à voir l'intérêt social menacé, en premier lieu puisque la société se sépare d'un actif précieux pour elle ; en second lieu car l'option peut avoir été prévue comme s'exerçant à un prix modique. De même, l'objet social peut se trouver implicitement modifié. Or, si ce sont les dirigeants sociaux qui ont en principe compétence pour décider des cessions d'actifs, tel n'est plus le cas lors d'une modification de l'objet social (qui relève de l'assemblée générale extraordinaire). Une telle cession, portant préjudice à la société puisque celle-ci se voit dépossédée d'un actif important pour elle, pourrait par suite porter atteinte à son intérêt social. Objet social et intérêt social semblent d'ailleurs liés de façon importante dans l'intention du législateur, puisque si la version finale de la loi du 29 mars 2014 fait bien état, pour les défenses anti-OPA, de la nécessité qu'elles soient "*dans la limite de l'intérêt social de la société*", la proposition de loi du 1er octobre 2013 en son article 8 prévoyait de modifier l'article L. 233-32 du Code de commerce en donnant aux administrateurs la liberté d'adopter les défenses "*dans la limite de l'objet social de la société*".

Aussi, la décision de cession d'actifs décidée par les administrateurs et dirigeants pourrait être considérée comme dépassant l'objet social et étant, par extension, contraire à l'intérêt social et à même d'engager leur responsabilité dans deux situations. Selon la jurisprudence³⁰⁵, relèvent en effet de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire les cessions d'actifs expressément mentionnés dans les statuts comme liés à la réalisation de l'objet social³⁰⁶. En relèvent également les cessions d'actifs constituant une modification de l'objet social en ce que l'actif, bien que non mentionné expressément dans les statuts, est indispensable à la réalisation de l'objet social : la cession est alors considérée comme modifiant l'objet social à la condition qu'elle entraîne une impossibilité totale de réalisation de l'objet social³⁰⁷. Dans le cas d'un objet social rédigé assez largement pour que la société puisse poursuivre son activité malgré la cession, la cession ne provoquera pas une modification de l'objet social et relèvera donc bien de la compétence des dirigeants. Certaines décisions ont toutefois pu retenir que la

³⁰⁵ Telle que synthétisée par MM. A. Pietrancosta et J.-F. Prat, Offres publiques et droit des sociétés, *in* Les offres publiques d'achat, op. cit., note 61.

³⁰⁶ Ainsi de l'hypothèse où l'objet social prévoit que l'activité doit être exercée dans un local précis et que celui-ci est cédé ou que l'activité concerne l'exploitation d'un fonds de commerce explicitement visé par les statuts : v. CA Paris, 14 mars 1957 : *Gaz. Pal.* 1957, 2, p. 15 ; Com., 12 janv. 1988 : *Bull. civ.* IV, n°24.

³⁰⁷ Com., 29 janv. 1979 : *Bull. civ.* IV, n°35 : la promesse de vente portant sur la maison de repos exploitée par la société et consentie par le dirigeant sans l'accord de l'assemblée est valable dans la mesure où la rédaction de l'objet social, lequel visait "l'exploitation de toutes maisons de repos", permettait toujours à la société de poursuivre son activité en acquérant un autre fonds de commerce que celui qui avait été cédé.

cession de la quasi-totalité des actifs d'une société ne relevait pas de la compétence des dirigeants mais de celle de l'assemblée générale extraordinaire³⁰⁸.

117. Illustration : contrôle par l'AMF de l'émission de BSA. L'AMF eut également l'occasion de contrôler certaines mesures au regard de l'intérêt social. Tel fut le cas, en dehors de toute contexte d'offre publique, d'une émission de bons de souscription d'actions, instrument toutefois classique de défense anti-OPA. L'AMF énonça ainsi dans une décision du 27 avril 2006 de la Commission des sanctions que *"l'intérêt social commandait de poursuivre le processus d'émission des BSA, regardé comme vital (pour la société émettrice), qui (devait), pour assurer (son) développement futur, envisager des investissements nécessitant un apport de capital"*. Un auteur s'interrogea alors en 2007 sur le rôle de l'AMF dans la surveillance du respect de l'intérêt social : *" il est vrai que le domaine des défenses anti-OPA est, par excellence, exposé aux actes faiblement motivés par l'intérêt social. Or, si seul le juge peut apprécier leur conformité à l'intérêt social, une violation de celui-ci ne donnera lieu à conséquences que bien longtemps après le fait, ce qui peut être regrettable. Certes, l'intérêt social traduit une préoccupation à long terme, alors que les principes directeurs des offres publiques, dont le respect est soumis à la vigilance du régulateur, s'inscrivent dans une perspective à plus court terme. Cependant, dans les deux cas, c'est l'intérêt ultime du marché, dont l'AMF est en principe la gardienne, qui est en jeu"*³⁰⁹. S'il semble que les années 2007-2014 n'ont pas donné à voir les interrogations alors soulevées sur le rôle de l'AMF, notamment du fait d'un faible nombre d'OPA ces dernières années et, par analogie, d'une faible activité contentieuse, les années à venir avec un nouveau départ des fusions-acquisitions doublé des nouvelles dispositions de la loi du 29 mars 2014 pourraient redonner toute son actualité à la question. Il paraît en effet probable, a fortiori au regard du caractère anxiogène des OPA et de leur place dans le débat public, que l'AMF se trouve saisie de la question de la conformité de l'action des administrateurs à l'intérêt social... Il importera alors de voir si elle se saisira de ce fondement pour contrôler les défenses anti-OPA mises en place ou si cette mission reviendra au seul juge judiciaire, avec les inconvénients relevés par M. Portier.

³⁰⁸ T. Com. Paris, 28 juin 1982 : JCP Cl 1983, 14033 ; Rev. sociétés 1983, p. 596 ; RJ com. 1983, p. 99. - CA Grenoble, 1ère ch. civ., 31 mai 1983 : RJ com. 1983, p. 379. - T. com. Paris, 2 mai 1989 : JCP G 1990, II, 21575.

³⁰⁹ Commission des sanctions de l'AMF, 27 avril 2006, Mines de la Lucette, Rev. AMF 2006 p. 7. V. Ph. Portier, Information financière et intérêt social, art. préc.

118.- Vers un engagement croissant de la responsabilité? L'abandon du principe de neutralité et la consécration du pouvoir pour le conseil d'adopter les mesures de défenses anti-OPA devraient conduire à une mise en jeu croissante de sa responsabilité. Cela a d'ailleurs soulevé l'inquiétude des praticiens, l'Association des Avocats en droit boursier (ADB) ayant estimé dans une position préalable à l'adoption de la loi Florange qu'il n'est pas certain que les conseils d'administration soient enclins à engager leur responsabilité en adoptant des mesures d'une certaine gravité³¹⁰. Plus que le conseil, les actionnaires sont susceptibles d'engager leur responsabilité en cas d'acte dépassant l'objet social. L'expérience américaine permet d'illustrer des pistes de solution au regard de la thématique française de la responsabilité des organes.

2) L'engagement de la responsabilité des organes de la société française éclairé par le droit américain

119.- En se rendant coupables d'une violation de l'intérêt social dans l'adoption de défenses anti-OPA, les administrateurs ayant désormais une compétence de principe en la matière pourront voir leur responsabilité engagée. Tel est également le cas des actionnaires, lesquels conservent une compétence certaine en matière de défenses anti-OPA. L'exemple américain permet d'illustrer le droit prospectif et les problèmes de responsabilité qui pourraient être soulevés après la loi du 29 mars 2014.

120. La responsabilité civile des administrateurs.- La responsabilité des administrateurs pourra être mise en oeuvre au plan civil. Selon l'article L. 225-251 du Code de commerce, "les administrateurs et le directeur général sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion. Si plusieurs administrateurs ou plusieurs administrateurs et le directeur général ont coopéré aux mêmes faits, le tribunal détermine la part contributive de chacun dans la réparation du dommage."

Puisque l'article L. 223-32 du Code de commerce fixant la limite de l'intérêt social à l'adoption de défenses anti-OPA par le conseil d'administration est bien une disposition législative, son fondement permettra d'engager la responsabilité civile des administrateurs. En

³¹⁰ O. Dufour, La loi Florange inquiète les spécialistes de droit boursier, LPA, 13 novembre 2013, p. 3.

cas d'adoption d'une décision fautive par le conseil, l'administrateur sera présumé avoir commis une faute : en effet, "commet une faute individuelle chacun des membres du conseil d'administration ou du directoire d'une société anonyme qui, par son action ou son abstention, participe à la prise d'une décision fautive de cet organe, sauf à démontrer qu'il s'est comporté en administrateur prudent et diligent, notamment en s'opposant à cette décision"³¹¹. Cette responsabilité pourrait être engagée par la société ou par des tiers subissant un préjudice : dans le premier cas, l'action prendrait la forme d'une action sociale *ut singuli* introduite par un actionnaire et visant à la réparation du préjudice subi par la société. Dans le deuxième cas, l'action nécessiterait un comportement plus grave encore de la part des administrateurs, puisqu'à l'égard des tiers ceux-ci ne peuvent voir leur responsabilité engagée qu'en cas de "faute séparable de leurs fonctions et qui leur sont imputables personnellement"³¹². La faute séparable des fonctions ne sera toutefois pas exigée lorsque l'action en responsabilité émanera d'un actionnaire prétendant avoir subi un préjudice "personnel, indépendant de celui qui a pu être subi par la société"³¹³, au titre d'une action personnelle. L'engagement de la responsabilité par l'initiateur paraît donc délicat et dépendrait de la notion de "faute séparable des fonctions" que la jurisprudence voudrait bien retenir.

Outre le cas de décisions prises par les administrateurs violant l'intérêt social et engageant par conséquent leur responsabilité, tel peut-il être aussi le cas lorsqu'ils s'abstiennent d'intervenir? Comme le souligne A. Viandier, "on peut même se demander si la société et donc ses dirigeants n'ont pas un *devoir de résistance* à l'encontre des offres non sollicitées, ne serait-ce que pour tenter de provoquer une amélioration des conditions financières de l'offre - "la maximisation de la valeur actionnariale"³¹⁴ et un renforcement des divers engagements pris par l'offrant, par exemple en matière sociale. Ni la réglementation, ni la jurisprudence n'ont affirmé, en France, un tel devoir, mais il nous paraît compris dans le nécessaire respect de l'intérêt social"³¹⁵.

³¹¹ Com., 30 mars 2010, Rev. sociétés 2010, p. 304, note P. Le Cannu ; JCP E 2010, 1416, note A. Couret ; D. 2010, p. 960 note A. Lienhard et p. 1678, note B. Dondero ; Bull. Joly Sociétés 2010, p. 533, note R. Raffray.

³¹² Com., 20 mai 2003, D. 2003, p. 1502, note A. Lienhard ; Com., 25 janvier 2005, Dr. sociétés 2005, comm. 129, note F.-X. Lucas ; Com., 27 septembre 2005, Dr. sociétés 2006, comm. 7.

³¹³ Com., 9 mars 2010, Bull. civ. 2010 IV, n° 48.

³¹⁴ L'auteur cite : H. Peter, Actionnaires et OPA *in* La société anonyme dans ses rapports avec ses actionnaires, Cedidac, volume 43, Lausanne 2001, p. 85 et s., spéc. p. 95 et p. 109.

³¹⁵ A. Viandier, OPA-OPE et autres offres publiques, op. cit., n° 2041.

121.- La responsabilité pénale des administrateurs.- La responsabilité des administrateurs pourra également être mise en oeuvre sur le plan pénal, au regard de l'incrimination de l'abus de biens sociaux. En vertu de l'article L. 242-6-3° du Code de commerce, est en effet puni d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 375.000€ le fait pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme de faire, de mauvaise foi, des biens ou du crédit de la société, un usage qu'ils savent contraire à l'intérêt de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement. En vertu du 4° du même article, l'incrimination concerne également les pouvoirs qu'ils possèdent ou les voix dont ils disposent et dont ils feraient, en leur qualité et de mauvaise foi, un usage qu'ils savent contraire aux intérêts de la société, pour les fins déjà mentionnées.

Une telle incrimination pourrait trouver à accueillir l'action des conseils d'administration dans l'établissement de mesures anti-OPA. Il convient en effet de penser, conformément à la théorie américaine, que les administrateurs se trouvent dans une forte position de conflit d'intérêts : celle-ci pourrait les pousser à ne privilégier que leur seul intérêt, afin de ne pas se voir révoqués en cas de succès de l'offre par un initiateur inamical. Ils pourraient ce faisant utiliser leurs voix ou pouvoirs à des fins personnelles (conserver leur position), de façon contraire à l'intérêt de la société elle-même tant il n'est pas établi qu'une OPA soit nécessairement contraire à l'intérêt d'une cible. En vertu du 3° de l'article L. 242-6 C. com., ils pourraient également être tentés de céder des biens de la société (*crown jewels*), dans un sens contraire à son intérêt, dans le seul but de se favoriser eux-mêmes par le maintien de leur position.

Le plein essor de cette incrimination nécessiterait toutefois une adaptation au regard des individus pouvant l'évoquer : en l'état actuel du droit, tel n'est par exemple pas le cas des créanciers ou salariés, l'action étant surtout exercée par des associés, *ut singuli*. De même, l'initiateur d'une offre ne pourrait contester sur ce fondement une décision défensive.

Bien que la jurisprudence n'ait encore jamais eu à connaître, à notre connaissance, de l'incrimination d'abus de biens sociaux dans l'établissement de défenses anti-OPA, le nouveau pouvoir des conseils d'administration résultant de l'abandon de la règle de neutralité pourra donc donner lieu à de telles contestations.

122.- Quelle protection pour le conseil?.- Puisque la responsabilité du conseil d'administration pourrait être soumise à une tension nouvelle, causée par l'émergence de ses pouvoirs dans l'adoption de mesures anti-OPA³¹⁶, comment tenter de l'en protéger? La jurisprudence américaine fournit un indice précieux au regard de la composition du conseil d'administration. Ainsi qu'il l'a été souligné³¹⁷, dans l'application du standard *Unocal* et plus particulièrement de sa première branche concernant l'évaluation de la menace pesant sur la société par le conseil d'administration, ce dernier doit disposer de motifs raisonnables afin de penser qu'une telle menace est présente, puis il pourra adopter une défense qui se doit d'être proportionnée à la menace. Un indice déterminant dans la satisfaction de ce standard, selon la jurisprudence, consiste dans la présence au conseil d'une majorité d'administrateurs indépendants, à savoir n'occupant aucune autre fonction au sein de la société. D'un point de vue statistique, une majorité d'administrateurs indépendants entraîne presque automatiquement la satisfaction du test *Unocal*. Le concept d'administrateur indépendant³¹⁸ fait l'objet d'une approche renouvelée en droit français, poussée par le développement de la *corporate governance*.

Selon le code AFEP/MEDEF, "il est important d'avoir au sein du conseil d'administration une proportion significative d'administrateurs indépendants qui n'ont seulement répondu à une attente du marché, mais également est de nature à améliorer la qualité des délibérations"³¹⁹. La *soft law* mentionne actuellement différents critères permettant de considérer un administrateur comme indépendant. Ainsi, le Code Middlenext énonce cinq critères qualifiant un administrateur indépendant, lesquels consistent dans l'absence de liens financiers, contractuels ou familiaux entre l'administrateur et la société, qui seraient susceptibles d'influencer son opinion³²⁰. Le Code AFEP/MEDEF mentionne d'autres critères que le Code Middlenext tout en étant guidé par la même philosophie ; ceux-ci sont toutefois plus contraignants. Ainsi, un administrateur est indépendant : 1) s'il n'est pas salarié ou dirigeant

³¹⁶ Le lien entre pouvoir et responsabilité a pu être identifiée par un auteur comme une "connexion radicale du droit des sociétés" : v. S. Schiller, th. préc., p. 141, p. 247.

³¹⁷ V. supra, n° 32 s.

³¹⁸ V. notamment J.-M. Moulin, Des conseils à la recherche d'une meilleure efficacité et D. Poracchia, Remarques à propos de l'administrateur indépendant et de l'administrateur référent, RTDF n° spécial-2013, p. 78 et p. 102.

³¹⁹ Code AFEP/MEDEF, édition juin 2013, point. 9.2.

³²⁰ Les critères sont les suivants : 1) Ne pas être salarié ni mandataire social dirigeant de la société ou d'une société de son groupe et ne pas l'avoir été au cours des trois dernières années ; 2) Ne pas être client, fournisseur ou banquier significatif de la société ou de son groupe ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l'activité ; 3) Ne pas être actionnaire de référence de la société ; 4) Ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social ou un actionnaire de référence ; 5) Ne pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours des trois dernières années.

mandataire social de la société, ni salarié ou administrateur de la société mère ou d'une société que celle-ci consolide et ne l'a pas été au cours des cinq années précédentes ; 2) s'il n'est pas dirigeant mandataire social d'une société dans laquelle la société détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un dirigeant mandataire social de la société (actuel ou ne l'ayant pas été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur ; 3) s'il n'est pas un client, fournisseur, banquier d'affaires, banquier de financement significatif de la société ou de son groupe pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l'activité ; 4) s'il n'a pas de lien familial proche avec un mandataire social ; 5) s'il n'a pas été commissaire aux comptes de l'entreprise au cours des cinq années précédentes ; 6) s'il n'a pas été administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans.

Les critères, nombreux et contraignants, permettent donc d'éviter que l'administrateur se trouve placé en situation de conflit d'intérêts et favorisent son indépendance objective.

Si la question a pu se poser de savoir à quoi pourraient servir les administrateurs indépendants³²¹, la loi du 29 mars 2014 éclairée par la jurisprudence américaine y apporte une réponse : la protection du conseil d'administration en cas d'adoption de défenses anti-OPA, inspirée du droit américain.

Toujours inspirée du droit américain, et puisqu'un administrateur peut démontrer s'être comporté en administrateur prudent et diligent³²² afin de retourner la présomption liant l'action fautive du conseil à la sienne, l'administrateur (indépendant ou non) pourra tenter d'apporter la preuve que sa décision a été prise de bonne foi et en bénéficiant de toute l'information disponible, notamment grâce à la consultation de conseils extérieurs, la préparation du dossier, le temps écoulé avant l'adoption des mesures. Le conseil n'engagerait ce faisant pas sa responsabilité, que ce soit envers les associés qui s'estimeraient lésés ou envers un offrant.

³²¹ F. Basdevant, Le rôle des administrateurs indépendants, RTDF n°4-2009, p. 95. Précédemment, v. par exemple La gouvernance d'entreprise (dossier), CDE 2005, sept-oct., p. 23 ; J. Delga, L'administrateur indépendant en France : un mythe ?, JCP E 2004, p. 166 ; C. Malecki, L'administrateur indépendant : un acteur incontournable de la gouvernance d'entreprise ?, Actes prat. et ing. sociétaire, nov.-déc. 2004, p. 3.

³²² Com. 30 mars 2010, préc. ; v. V. Magnier, Qu'est-ce qu'un administrateur "prudent et diligent"?, Bull. Joly Sociétés 2012, p. 75.

123.- La responsabilité des actionnaires.- L'abandon du principe de neutralité et la consécration du pouvoir des administrateurs dans l'adoption des défenses anti-OPA ne doit pas faire oublier que celles-ci pourront rester, dans certains cas, soumises à la décision de l'assemblée générale ordinaire ou extraordinaire. Tel sera le cas dans deux situations. En premier lieu, lorsqu'en vertu de l'article L. 233-33-I nouveau du Code de commerce, la société cible aura fait le choix d'opter dans ses statuts pour le régime de la neutralité, les décisions prises en période d'offre publique par les organes d'administration dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre auront du être autorisées préalablement par l'assemblée générale ; de même, en application du II du même article, les statuts pourront prévoir qu'en période d'offre, toute décision des organes d'administration, prise avant la période d'offres, qui n'est pas totalement ou partiellement mise en oeuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée générale. En deuxième lieu, conformément au droit commun et ainsi que le mentionne l'article L. 233-32 nouveau du Code de commerce, l'adoption des défenses anti-OPA par les organes d'administration se fera sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales. Mentionnons enfin que l'assemblée pourra toutoufois déléguer ses pouvoirs ou sa compétence au conseil d'administration sur le fondement du droit commun, par exemple pour l'émission de valeurs mobilières.

Hors le cas des délégations, les défenses anti-OPA relevant de la compétence de l'assemblée générale sont nombreuses, à l'instar des mesures modifiant la consistance de la société visée. Si a déjà été mentionnée l'hypothèse de la cession d'actifs susceptible d'entraîner une modification de l'objet social, nécessite également l'intervention d'une assemblée générale d'actionnaires une réduction de capital, un rachat d'actions, une augmentation de capital (par apport en nature ou en numéraire, éventuellement réservée), une distribution exceptionnelle de dividende, un partage partiel d'actif, une scission ou un apport partiel d'actif, l'introduction en bourse d'une filiale, etc.

Dès lors, si l'intérêt social irrigue la répartition des pouvoirs entre les actionnaires et les organes de direction et d'administration, répartition teintée de conflits d'intérêts, ces conflits sont également susceptibles de se faire jour entre les actionnaires eux-mêmes : majoritaires ou

minoritaires³²³, de long terme ou arbitragistes³²⁴... Un ou plusieurs actionnaires majoritaires pourraient ce faisant viser la protection de leurs seuls intérêts dans l'adoption de défenses anti-OPA et se désintéresser, par suite, de l'intérêt social de la cible. Il sera alors question d'abus de majorité, lequel a été défini par la Cour de cassation dans son arrêt Piquard³²⁵ : selon celui-ci, "une décision de l'assemblée générale d'une société anonyme ne saurait être annulée pour abus de droit de la majorité, que s'il est établi qu'elle a été prise contrairement à l'intérêt général de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment des membres de la minorité". L'adoption par l'assemblée de défenses *contraires à l'intérêt général de la société* et dans le seul but de *favoriser les membres de la majorité* pourra donc être contestée par les minoritaires lorsque cela est fait à leur détriment³²⁶, ces deux éléments devant être réunis de façon distincte. Les décisions pourront alors être annulées.

L'on peut dans le même sens imaginer que des actionnaires minoritaires, plus intéressés par une prime que par une stratégie de long terme de la société, fassent obstacle à l'adoption de défenses anti-OPA par les assemblées. De tels conflits d'intérêts entre associés pourront donner lieu à l'invocation de l'abus de minorité, a fortiori dans les cas d'assemblées générales extraordinaires nécessitant une majorité qualifiée. Dans ses arrêts Six³²⁷ de 1992 et Flandin³²⁸ de 1993, la Cour de cassation a ainsi précisé que l'associé commettait un abus de minorité lorsque son attitude est contraire à l'intérêt général de la société en ce qu'il aurait interdit la réalisation d'une opération essentielle pour celle-ci, dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêts au détriment de l'ensemble des autres associés : chaque élément de l'abus est ici aussi distinct et doit être réuni³²⁹. Le juge ne peut alors aucunement prendre une décision valant vote en se substituant à l'appréciation des associés : il est tenu de désigner un mandataire *ad hoc* chargé de voter à la place et au nom des minoritaires défaillants, sans

³²³ V. D. Schmidt, op. cit.

³²⁴ Pour un exemple, v. Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas Inc., 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011), et notamment Thomas E. Holber, Full of Hot Air? Evaluating the Airgas Court's Reservations About Shareholders' Short-term and Long-term Interests in Takeovers, 18 Fordham J. Corp. & Fin. L. 123 (2012).

³²⁵ Com., 18 avril 1961, D. 1961, p. 166 ; JCP G, 1961, II, 12163, note Bastian.

³²⁶ Les associations d'actionnaires, notamment l'ADAM, pourront à cette fin engager des actions en justice. À titre d'exemple, tel a pu être le cas pour la défense récemment mise en place par Hermès suite à la montée au capital de LVMH et consistant dans une procédure de reclassement de titres, ayant pour effet de rendre fortement illiquides les titres des minoritaires et qui a donné lieu à une contestation de l'ADAM.

³²⁷ Com., 15 juillet 1992.

³²⁸ Com., 9 mars 1993 : Bull. Joly Sociétés 1993, p. 152, note P. Le Cannu.

³²⁹ Com., 20 mars 2007 : Dr. sociétés 2007, n°87, obs. H. Lécuyer ; JCP E 2007, 1755, note A. Viandier ; Com., 4 déc. 2012 : Rev. sociétés 2013, p. 151, note A. Viandier ; Com., 18 juin 2002 : Bull. Joly Sociétés 2002, p. 1197, note L. Godon.

pouvoir fixer le sens de son vote³³⁰. Déjà en 2009, M. Dominique Schmidt prédisait que "demain, les minoritaires contesteront également (...) la conformité aux principes généraux des mesures de défense prises en cours d'offre"³³¹. La réitération et consécration du respect de l'intérêt social dans les défenses anti-OPA pourra ainsi mener à de nouvelles actions sur le fondement de la rupture d'égalité entre actionnaires.

³³⁰ Civ. 3è., 16 déc. 2009 : JCP E 2010, 1145, n°2, obs. Fl. Deboissy et G. Wicker.

³³¹ D. Schmidt, Les droits des minoritaires et les offres publiques, *in* Les offres publiques d'achat, op. cit., n° 1354 s. Id., Les droits des minoritaires et les offres publiques, D. 2007, p. 1887.

CONCLUSION GÉNÉRALE

124.- Un nouveau départ?. Au terme des premiers mois de l'année 2014 et après plusieurs années de faible activité du marché, les OPA semblent promises à un nouveau départ. Le débat public et le pouvoir politique s'emparent du problème et se soucient des destructions d'emploi ou de filières qui accompagneraient ces opérations. Afin d'éviter ces conséquences inéluctables qui seraient engendrées par le désintéressement des actionnaires envers toute problématique de long terme et de support de la vision stratégique de la société, les organes d'administration sont perçus comme un rempart digne de confiance, ou plus à même de la mériter. À l'instar du droit américain construit dès 1985 et réagissant alors aux pratiques des *raiders* et des *Saturday Night Specials* en confiant un fort pouvoir de protection entre les mains des administrateurs, le droit français s'inscrit désormais dans une quête de moyens de résistance efficace pour ces derniers.

Il ne se soucie plus, ce faisant, que les sociétés cotées soient considérées comme "vertueuses". Toute notion de vertu n'est toutefois pas oubliée, puisque le conseil d'administration devra inscrire son action dans les limites du raisonnable : la fin ne justifiant pas les moyens, les défenses anti-OPA devaient et devront respecter l'intérêt social. Puisque celui-ci est désormais largement entendu, les administrateurs devraient cependant pouvoir jouir d'une liberté importante en la matière, à l'image du droit américain où la violation du standard de proportionnalité des défenses n'est guère constatée. Ce droit américain permettra toutefois de fournir aux administrateurs des indices quant à la manière de se protéger de l'invocation possible de leur responsabilité : consultation de conseils extérieurs et montée en puissance des administrateurs indépendants au sein du conseil devraient être autant de moyens de préserver leur responsabilité tout en prenant en compte un intérêt social élargi. Le nouveau pouvoir des administrateurs pourra toutefois heurter les principes directeurs des offres publiques : l'article 231-3 du Règlement général AMF dispose ainsi que toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres de leurs surenchères, d'égalité de traitement des détenteurs des titres des personnes, d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions. De même, l'article 3-1 c) de la Directive OPA énonce bien que *le conseil d'administration ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre...* Les défenses mises en place dans le futur par les organes d'administration pourront heurter directement le principe de libre décision des actionnaires : la jurisprudence

aura pour tâche de régler les conflits émergeant alors entre eux et les administrateurs. Les Cours américaines n'ont, elles, pas hésité à censurer des défenses anti-OPA n'ayant pour seul objectif que de protéger les administrateurs. Le droit français suivra-il cette voie?

Enfin, si le droit américain peut servir de guide, rien n'indique au vu de la culture française et malgré les évolutions de la corporate governance (marquée par le Code AFEP-MEDEF) que les sociétés françaises adopteront à cet égard des modes de fonctionnement semblables aux sociétés américaines. Ce faisant, l'invocation d'intérêts sociaux largement entendus par les administrateurs ne suffira peut-être pas à masquer la réalité de leur intérêt propre souvent divergent par rapport à ceux des actionnaires, de la société voire également des autres parties prenantes. Puisque la limite de l'intérêt social est désormais expressément mentionnée dans la loi et que les administrateurs ont compétence dans l'adoption des défenses anti-OPA, les recours faisant état d'une violation de leurs obligations à cet égard pourraient aller croissants. Ce sera alors au juge français, voire à l'AMF si elle se saisissait de la question, qu'il reviendra d'affiner les limites et la nécessaire impartialité des administrateurs dans leurs actions visant à contrer les OPA. Et si le droit américain permet en la matière une prise en compte large d'intérêts sociaux, les Cours du Delaware ont toutefois posé pour principe qu'en toute hypothèse, une défense prenant en compte des intérêts larges devait *in fine* aboutir à une augmentation de la valeur actionnariale sur le long terme. Les défenses ne respectant pas cette forme d'harmonie entre les deux types d'intérêts sont censurées. Aussi, les juridictions françaises emprunteront-elles le chemin d'une telle solution visant à la conciliation des intérêts en présence ou admettront-elles des défenses visant *exclusivement* à la sauvegarde des intérêts de parties prenantes sans se soucier de ceux des actionnaires? L'avenir l'illustrera.

BIBLIOGRAPHIE³³²

OUVRAGES

Droit français

- P. Merle, A. Fauchon, Sociétés, Précis Dalloz, 2014.
N. Molfessis, D. Martin, G. Canivet (dir.), Les offres publiques d'achat, LexisNexis, 2009.
D. Schmidt, Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, éd. Joly, 2004.
G. Sousi, La notion d'intérêt social dans le droit français des sociétés commerciales, thèse, Lyon III, 1974.
M.-C. Monsallier, L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme, L.G.D.J., 1998, T. 303.
A. Bennini, Le voile de l'intérêt social, LEJEP Lextenso Éditions, 2013.
S. Schiller, Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés - Les connexions radicales, L.G.D.J., Tome 378, 2002.
V. Magnier (dir.), La gouvernance des sociétés cotées face à la crise - Pour une meilleure protection de l'intérêt social, L.G.D.J., 2010.
A. Viandier, OPA-OPE et autres offres publiques, 2010, 4ème éd., Éd. Francis Lefebvre.
Fascicules Jurisclasseurs.
Répertoires Dalloz.

Droit américain

- Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, Takeover Defense : Mergers and Acquisitions, Aspen Publishers, 7th Edition, 2012.
Divers, American Jurisprudence - Corporations, 2nd Edition, 2013.
Divers, Corpus Juris Secundum - Corporations, 2013.
Divers, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporation, 2013.

ARTICLES

Droit français

- G. Auzero, Développement de la participation et de l'actionnariat salarié, Bull. Joly Sociétés 2007, p. 331.
G. Auzero, Les salariés au conseil : utopies et réalités, RTDF n° spécial - 2013, p. 98.
C. Bailly-Masson, L'intérêt social, une notion fondamentale, LPA 9 nov. 2000, p. 6.
F. Basdevant, Le rôle des administrateurs indépendants, RTDF n°4-2009, p. 95.
F. Barrière, C. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA?, Rev. sociétés 2014, p. 279.
A. Berdou, Le rachat d'actions, une défense anti-OPA efficace? Retour sur l'affaire Foncière Paris France, Dr. sociétés 2012, alerte 21.
J.-P. Bertrel : Liberté contractuelle et sociétés, essai d'une théorie du "juste milieu" en droit des sociétés, RTD Com. 1996, p. 595.
J.-P. Bertrel, Le débat sur la nature de la société, Études à la mémoire d'Alain Sayag, Litec, 1997, p. 131.

³³² Liste non exhaustive. Les articles de la bibliographie ne sont pas nécessairement cités dans le présent mémoire ; le lecteur pourra toutefois s'y référer pour disposer d'une base documentaire étoffée.

- P. Bézard, Face-à-face entre la notion française d'intérêt social et le gouvernement d'entreprise, LPA 12 févr. 2004, p. 45.
- P. Bissara, Les véritables enjeux du débat sur "le gouvernement de l'entreprise", Rev. sociétés 1998, p. 5.
- P. Bissara, L'intérêt social, Rev. sociétés 1999, p. 5.
- P. Bissara, Les mutations de l'actionnariat et le fonctionnement des sociétés cotées, Mélanges Dominique Schmidt, p. 61.
- V. Boccara, La fiducie fait son entrée dans le droit français, LPA 15 mars 2007, p. 3.
- Th. Bonneau, La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, JCP E 2006, p. 837
- D. Boulet, La sauvegarde des sociétés face aux OPA sauvages, JCP E 1998, p. 453.
- J. Brosset, N. Cuntz, Aspects boursiers de la loi Florange : le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles, RD bancaire et fin. 2014 étude 7.
- E. Cafritz, Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve des recours du droit civil, RD bancaire et fin. 2006, pratique 6.
- E. Cafritz, D. Caramelli, La responsabilité des dirigeants de la société cible quant à leur prise de position sur l'offre envisagée, D. 2004, p. 122.
- E. Cafritz, O. Genicot, Les recours des initiateurs d'offres publiques confrontés aux moyens de défense anti-OPA, Bull. Joly Bourse 2008, p. 180.
- E. Chamy, Transposition du corporate governance anglo-saxon en droit français, LPA 9 juin 1997, p. 4.
- J.-P Chazal, Y. Reinhard, RTD Com. 2000, p. 675, obs. ss. CA Paris 15 mars 2000.
- C. Clerc, Les bons d'offre, Bull. Joly Bourse 2006, p. 345.
- C. Clerc, Les bons d'offre au coeur de la transposition de la directive OPA, RTDF n°1-2006, p. 27.
- C. Clerc, T. Lefranc, L. de Dainville, Le contrôle judiciaire sur les bons d'offre, RTDF n°3-2006, p. 61.
- P.-H. Conac, Les bons de souscription d'actions "Plavix" et les principes généraux des offres publiques, Rev. sociétés 2005, p. 321.
- P.-H. Conac, Rapport Gallois et projets de réforme du régime des OPA, Rev. sociétés 2013, p. 248.
- P.-H. Conac, Renforcement de l'effectivité de l'intervention du comité d'entreprise en cas d'OPA, Rev. sociétés 2013, p. 455.
- P.-H. Conac, Aspect de droit des OPA de la loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi, Rev. sociétés 2014, p. 63.
- P.-H. Conac, Aspect de droit des OPA de la loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi, Rev. sociétés 2014, p. 268.
- A. Couret, Les apports de la théorie micro-économique moderne à l'analyse du droit des sociétés, Rev. sociétés 1984, p. 243.
- A. Couret, Le gouvernement d'entreprise : la corporate governance, D. 1995, p. 163.
- A. Couret, M. Germain, D. Schmidt, Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées?, RD bancaire et bourse, n°55, juin 1996, p. 72.
- A. Couret, Bull. Joly Sociétés 2000, p. 625, obs. ss. CA Paris 15 mars 2000.
- A. Couret, Le désintérêt social, in Mélanges Bézard, L.G.D.J., 2002, p.63.

- A. Couret, Les nouvelles formes d'actionariat dans l'organisation des pouvoirs de l'entreprise, *Gaz. Pal.* 29 nov. 2003, p. 12.
- A. Couret, La fin d'une trop longue saga : l'adoption de la treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, *in Mélanges Jacques Béguin*, Litec, 2005, p. 195.
- A. Couret, Les bons d'offre, *D.* 2006, p. 1372
- A. Couret, Le retour du débat sur le droit de vote double, *Dr. sociétés* 2013, étude 22.
- J.-J. Daigre, note ss. CA Paris 19 octobre 1999 (Le caractère amical ou inamical d'une offre publique est arrêté par le conseil d'administration de la société-cible, qui est présumé exprimer l'intérêt de la société), *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 162.
- J.-J. Daigre, P. Portier, P.-H. Conac, B. Dondero, Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée, *Option finance n°798*, 6 septembre 2004, p. 35.
- R. Dammann, U. Volk, Le patriotisme économique, une réalité des deux côtés du Rhin ?, *D.* 2006, p. 1674.
- J. Delga, L'administrateur indépendant en France : un mythe ?, *JCP E* 2004, p. 166.
- C. Deniaud, S. Vermeille, Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires?, *RTDF n°4-2013 / n°1-2014*, p. 116, spéc. p. 132.
- P. Didier, La théorie contractualiste de la société, *Rev. sociétés* 2000, p. 95.
- J.-P. Dom, La protection des minoritaires, *Rev. sociétés* 2001, p. 533.
- M.-N. Dompé, La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres, *Dr. sociétés* 2006, étude 19.
- C. Ducouloux-Favard, Actionariat et pouvoir, *D.* 1995, p. 177.
- C. Ducouloux-Favard, *LPA* 12 oct. 2001, p. 14, note ss. CA Paris 11 sept. 2001 (intérêt social et stratégie anti-OPA face à une opération d'initié).
- O. Dufour, La directive OPA déclenche les passions, *LPA* 3 mars 2006, p. 4.
- O. Dufour, La loi Florange inquiète les spécialistes de droit boursier, *LPA*, 13 novembre 2013, p. 3.
- J. El-Ahdab, Les parachutes dorés et autres indemnités conventionnelles de départ des dirigeants : approche pluridisciplinaire et comparée, *Rev. sociétés* 2004, p. 18.
- L. Faugérolas, Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA, *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 538.
- L. Faugérolas, J. Scemama, L'offre publique obligatoire étendue à la filiale étrangère de la cible, *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 705.
- Th. Favario, L'intérêt social, reflet d'une éthique libérale, *CDE* 2013, dossier 11.
- A.-V. Le Fur, Les bons d'offre : une mesure de défense conforme au gouvernement d'entreprise, *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 713.
- G. Goffaux-Callebaut, La définition de l'intérêt social, *RTD Com.* 2004, p. 35.
- C. Goyet, obs. ss. CA Paris 15 mars 2000, *RTD Com.* 2000, p. 694.

- Klaus J. Hopt, Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemand après la 13^e directive, D. 2007, p. 462 .
- H. Hovasse, Dr. sociétés 2001, comm. 181, note ss. CA Paris 11 sept. 2001
- R. Kaddouch, La clause statutaire de plafonnement des voix, JCP E 2005, 620.
- B. Lecourt, OPA : rapport de la Commission européenne sur l'application de la directive, Rev. sociétés 2012, p. 663.
- F. Leplat, La réforme du règlement COB relatif aux OPA et les mesures défenses adoptées en cours d'offre, LPA 29 oct. 2002, p. 4.
- C. Malecki, La loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition et l'information des actionnaires et des salariés, D. 2006, p. 2314.
- A. Maréchal, A. Pietrancosta, Transposition de la directive OPA : des incertitudes sur le recours à la "clause de réciprocité", Bull. Joly Bourse 2005, p. 797.
- D. Martin, L'intérêt des actionnaires se confond-il avec l'intérêt social?, *in* Mélanges Dominique Schmidt, Joly Éditions, p. 359.
- D. Martin, G. Buge, Offre publique et conflits d'intérêts, J. des soc., février 2009, p. 20.
- D. Martin, G. Buge, L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés, RTD com. 2010, p. 481.
- D. Martin, G. Buge, L'exécution des pactes sur les marchés, Bull. Joly Sociétés 2011, p. 636.
- D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, Rev. sociétés 2012, p. 475.
- D. Martin, B. Kanovitch, G. Giuliani, RTDF n°2-2013, p. 73.
- D. Martin, B. Kanovitch, B.-O. Becker, RTDF n°1-2006, p.100-101.
- D. Martin, B. Kanovitch, L. Chekroun, Implementation of the 2004/25/EC directive on takeover bids in Europe, RTDF n°1/2 - 2009, p. 103.
- D. Martin, K. Angel, L'instauration d'un droit de vote double automatique. - Une ambition à la Pyrrhus?, JCP E 2013, 1044.
- M.-H. Monsérié-Bon, Les nouvelles sociétés du secteur de l'économie sociale : progrès ou dévoiement?, Rev. Lamy dr. aff. 2013, p. 88.
- J.-M. Moulin, La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la Directive OPA du 21 avril 2004, JCP E 2006, 1651.
- H. Le Nabasque, Offres publiques d'acquisition , RD bancaire et fin. 2006, comm. 47.
- H. Le Nabasque, Exception de réciprocité, RD bancaire et fin. 2006, comm. 123.
- H. Le Nabasque, Bons "OPA", RD bancaire et fin. 2006, comm. 86.
- H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, Rev. sociétés 2006, p. 237.
- H. Le Nabasque, L'inversion du droit de vote dans les sociétés cotées, RD bancaire et fin. 2013, repère 6.
- H. Le Nabasque, Ph. Portier, Neutralisation des effets de certaines défenses préventives, RD bancaire et fin. 2006, comm. 124.
- H. Le Nabasque, Ph. Portier, Mesures de défense contre une OPA "hostile", RD bancaire et fin. 2006, comm. 122.
- S. Nonorgue, L'apport partiel d'actif, technique de défense anti-OPA, Bull. Joly Bourse 2002, p. 397.

C. Malecki, L'administrateur indépendant : un acteur incontournable de la gouvernance d'entreprise ?, Actes prat. et ing. sociétaire, nov.-déc. 2004, p. 3.

F. Martin Laprade, Réflexions sur la proposition de loi dite "Florange", Bull. Joly Bourse 2013, p. 276.

F. Martin Laprade, G. Giuliani, La réforme des offres publiques d'acquisition, RD bancaire et fin. 2006, étude 20.

J.-M. Moulin, Des conseils à la recherche d'une meilleure efficacité, RTDF n°spécial-2013, p. 78.

R. Mortier, Benefit Corporation : a model for France, Actes prat. et ing. sociétaire, mars-avril 2013, p. 28.

G. Notté, Loi "Florange" n° 2010-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, JCP E 2014, act. 269.

M.-A. Noury, Offre publique et abandon du principe de neutralité des dirigeants en période d'offre publique, JCP E 2014, 1019.

D. Ohl, Les "bons d'offre" : la fin des OPA hostiles ?, Bull. Joly Bourse 2006, p. 527.

D. Ohl, Les pactes d'actionnaires à l'épreuve du droit boursier, D. 2011, p. 323.

J. Paillusseau, Le big bang du droit des affaires à la fin du XX^e siècle, JCP E 1988, 15101.

J. Paillusseau, La modernisation du droit des sociétés commerciales, "une reconception du droit des sociétés commerciales", D. 1996, chr., p. 287.

J. Paillusseau, L'efficacité des entreprises et la légitimité du pouvoir, LPA 19 juin 1996, p. 17.

J. Paillusseau, Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ?, D. 1999, p. 157.

F. Peltier, L'inégalité dans les offres publiques, RD bancaire et fin. 2003, 100041.

F. Peltier, F. Martin Laprade, Directive du 21 avril 2004 ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée, Bull. Joly Bourse 2004, p. 610.

A. Pirovano, La "boussole" de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise, D. 1997, p. 189.

D. Poracchia, Le rôle de l'intérêt social dans la société par actions simplifiée, Rev. sociétés 2000, p. 223.

D. Poracchia, Remarques à propos de l'administrateur indépendant et de l'administrateur référent, RTDF n°spécial-2013, p. 102.

Ph. Portier, Information financière et intérêt social, RTDF n°2-2006, p. 68.

Ph. Portier, Directive sur les OPA, RD bancaire et fin. 2007, comm. 89.

Y. Reinhard, D. 2002, p. 1748, obs. ss. CA Paris 11 sept. 2001.

N. Rontchevsky, Bull. Joly Bourse 2000, p. 323, note ss. CA Paris 15 mars 2000.

N. Rontchevsky, RTD Com. 2001, p. 953, note ss. CA Paris, 11 sept. 2001.

N. Rontchevsky, La loi n° 2006-387 transpose en droit français la directive du 21 avril 2004, RTD Com. 2006, p. 437.

N. Rontchevsky, L'utilisation de la notion d'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier, Bull. Joly Sociétés 2010, p. 355.

G. Sousi, Intérêt du groupe et intérêt social (réflexions à propos d'un jugement rendu par le TGI de Paris le 16 mai 1974 dans l'affaire Willot-Saint-Frères), JCP 1974, 11816, p. 381.

M. Storck, Th. de Ravel d'Esclapon, Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français, Bull. Joly Sociétés 2009, p. 92.

I. Tchotourian, *Benefit Corporation* et Delaware : de nouvelles perspectives pour la RSE ?, Bull. Joly Sociétés 2013, p. 767.

S. Torck, La proposition de loi "Florange" et le droit des offres publiques, Dr. sociétés 2014, étude 2.

F.-G. Trébulle, Entreprise et développement durable, JCP E 2010, 1890.

M. Trochu, Le triomphe du capitalisme sauvage ou BSN contre Saint-Gobain, D. 1969, chron. p. 221.

J. Schapira, L'intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme, RTD Com. 1971 p. 957.

D. Schmidt, De l'intérêt commun des associés, JCP E 1994, 404.

D. Schmidt, De l'intérêt social, JCP E 1995, 488.

D. Schmidt, De l'intérêt social, RD bancaire et bourse, n°50, juillet/août 1995, p. 130.

D. Schmidt, Prolégomènes, Bull. Joly Sociétés 2004, p. 469.

D. Schmidt, Les droits des minoritaires et les offres publiques, D. 2007, p. 1887.

R. Vatinet, Les défenses anti-OPA, Rev. sociétés 1987, p. 539.

R. Vatinet, Représentation des salariés dans les conseils d'administration ou de surveillance, Rev. sociétés 2014, p. 75.

A. Viandier, JCP E 2000, p. 1046, note ss. CA Paris 15 mars 2000.

A. Viandier, La suspension des délégations d'augmentation de capital en cas d'offre publique, Rev. sociétés 2004, p. 783.

Droit américain

Greg C. Ahlum, The "Poison Pill" As A Takeover Defense Tactic - Moran v. Household International, Inc., 21 Wake Forest L. Rev. 1047 (1986).

William T. Allen, Ambiguity In Corporation Law, 22 Del. J. Corp. 894 (1997).

William T. Allen, Jack B. Jacobs, Leo E. Strine, The Great Takeover Debate : A Meditation on Bridging the Conceptual Divide, 69 U. Chi. L. Rev. 1067 (2002).

William T. Allen, Leo E. Strine, When the Existing Economic Order Deserves a Champion : The Enduring Relevance of Martin Lipton's Vision of the Corporate Law, 60 Bus. Law. 1383 (2005).

Iman Anabtawi, Some Skepticism about Increasing Shareholder Power, 53 UCLA L. Rev. (2006)

John C. Anjier, Anti-Takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk, 51 La. L. Rev. 561 (1991).

Jennifer Arlen, Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses : Private Contracting, Legal Intervention, and Unforeseen Contingencies, 69 U. Chi. L. Rev. 917 (2002).

Jennifer Arlen, Eric Talley, Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice, 152 U. Pa. L. Rev. 577 (2003).

Jennifer Arlen, Regulating Post-Bid Embedded Defenses : Lessons From Oracle Versus PeopleSoft, 12 Harv. Negot. L. Rev. 71 (2007).

John Armour, David A. Skeel, Who writes the Rules for Hostile Takeovers and Why? The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation, 95 Geo. L.J. 1727 (2007).

Stephen M. Bainbridge, In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm : A Reply to Professor Green, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1423 (1993).

Stephen M. Bainbridge, Director Primacy in Corporate Takeovers : Preliminary Reflections, 55 Stan. L. Rev. 791 (2002).

Stephen M. Bainbridge, Director Primacy : The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Nw. U. L. Rev. 547 (2003).

Stephen M. Bainbridge, The Case for Limited Shareholder Voting Rights, 53 UCLA L. Rev. 601 (2006).

Stephen M. Bainbridge, Unocal at 20 : Director Primacy in Corporate Takeovers, 31 Del. J. Corp. 769 (2006).

Stephen M. Bainbridge, Director Primacy and Shareholder Disempowerment, 119 Harv. L. Rev. 1735 (2006).

Stephen M. Bainbridge, The Geography of Revlon-Land, 81 Fordham L. Rev. 3277 (2013).

R. Franklin Balotti, J. Travis Laster, Professor Coates Is Right. Now Please Study Stockholder Voting, 54 U. Miami L. Rev. 819 (2000).

R. Franklin Balotti, Gregory V. Varallo, Brock E. Czeschin, Unocal Revisited : Lipton's Influence on Bedrock Takeover Jurisprudence, 60 Bus. Law. 1399 (2005).

Karien L. Balluff, Greenmail : From Backrooms to Boardrooms to Courtrooms, 23 Cal. W. L. Rev. (1987).

Kevin W. Barrett, Federal Limitations on Target Defensive Tactics : Applying Edgar v. Mite Corp. To The "Private Conduct" of Target Directors, 64 Wash. U. L. Q. 1187 (1986).

Jordan M. Barry, John William Hatfield, Pills and Partisans : Understanding Takeover Defenses, 160 U. Pa. L. Rev. 633 (2012).

Lucian A. Bebchuk, Allen Ferrell, Federalism and Corporate Law : The Race To Protect Managers From Takeovers, 99 Colum. L. Rev. 1168 (1999).

Lucian A. Bebchuk, Allen Ferrell, A New Approach To Takeover Law and Regulatory Competition, 87 Va. L. Rev. 111 (2001).

Lucian A. Bebchuk, John C. Coates IV, Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards : Theory, Evidence, and Policy, 54 Stan. L. Rev. 887 (2002).

Lucian A. Bebchuk, John C. Coates IV, Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards : Further Findings and a Reply to Symposium Participants, 55 Stan. L. Rev. 885 (2002).

Lucian A. Bebchuk, The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 U. Chi. L. Rev. 973 (2002).

Lucian A. Bebchuk, Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements, 152 U. Pa. L. Rev. 713 (2003).

Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, The Costs of Entrenched Boards, 78 J. Fin. Econ. 409 (2005).

Lucian A. Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harv. L. Rev. 833 (2005).

Lucian A. Bebchuk, Letting Shareholders Set The Rules, 119 Harv. L. Rev. 1784 (2006).

Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, Charles C. Y. Wang, Staggered Boards and the Wealth of Shareholders : Evidence from Two Natural Experiments Harvard Discussion Paper No. 697, ISSN 1936-5349 (disponible à : <http://ssrn.com/abstract=1706806>).

Lucian A. Bebchuk, The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value, 113 Colum. L. Rev. 1637 (2013).

Lucian A. Bebchuk, Robert J. Jackson, Toward a Constitutional Review of the Poison Pill, 114 Colum. L. Rev. (2014).

Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, The Long-Term Effects on Hedge-Fund Activism,

Adolph. A. Berle, Corporate Powers as Powers in Trust, 44 Harv. L. Rev. 1049 (1931).

David Bernstein, Protecting the Pill, 30 *Int'l Fin. L. Rev.* 48 (2011).

Bernard Black, Reinier Kraakman, Delaware's Takeover Law : The Uncertain Search For Hidden Value, 96 *Nw. U. L. Rev.* 521 (2002).

Richard A. Blunk, A Review of the Literature on Defensive Tactics to Surprise Cash Tender Offers, 13 *Creighton L. Rev.* 909 (1980).

Justin Blount, Kwabe Offei-Danso, The Benefit Corporation : A Questionable Solution to a Non-Existent Problem, 44 *St. Mary's L. J.* 617 (2013).

Addison D. Braendel, Defeating Poison Pills Through Enactment of a State Shareholder Protection Statute, 25 *Del. J. Corp. L.* 651 (2000).

Dana Brakman Reiser, The Next Big Thing : Flexible Purpose Corporations, 2 *Am. U. Bus. L. Rev.* 55 (2012).

William W. Bratton, Michael L. Wachter, The Case Against Shareholder Empowerment, 158 *U. Pa. L. Rev.* 653 (2010).

William W. Bratton, Michael L. Wachter, Shareholders and Social Welfare, 36 *Seattle U. L. Rev.* 489 (2013).

Richard C. Brown, The Role of the Courts in Hostile Takeovers, 93 *Dick. L. Rev.* 195 (1989).

Christopher M. Bruner, Agency and the Ontology of the Corporation, 69 *Wash. & Lee L. Rev.* 355 (2012).

Christopher M. Bruner, Conceptions of Corporate Purpose in Post-Crisis Financial Firms, 36 *Seattle U. L. Rev.* 527 (2013).

Henry N. Butler, Corporation-Specific Anti-Takeover Statutes and the Market for Corporate Control, 1988 *Wis. L. Rev.* 365 (1988).

William J. Carney, Leonard A. Silverstein, The Illusory Protections of the Poison Pill, 79 *Notre Dame L. Rev.* 179 (2003).

Laura Casares Field, Jonathan M. Karpoff, Takeover Defenses of IPO Firms, 57 *J. Fin.* 1857 (2002).

Brian R. Cheffins, John Armour, The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds, 37 *J. Corp. L.* 51 (2011).

Barnali Choudhury, Serving Two Masters : Incorporating Social Responsibility Into the Corporate Paradigm, 11 *U. Pa. J. Bus. L.* 631 (2009).

William H. Clark, Elizabeth K. Babson, How Benefit Corporations Are Redefining the Purpose of Business Corporations, 38 *Wm. Mitchell L. Rev.* 817 (2012).

John C. Coates IV, Empirical Evidence on Structural Takeover Defenses : Where Do We Stand?, 54 *U. Miami L. Rev.* 783 (2000).

John C. Coates IV, Takeover Defenses in the Shadow of the Pill : A Critique of the Scientific Evidence, 79 *Tex. L. Rev.* 271 (2000).

John C. Coates IV, Explaining Variation in Takeover Defenses : Blame the Lawyers, 89 *Cal. L. Rev.* 1301 (2001).

John C. Coffee, Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, 84 *Colum. L. Rev.* 1145 (1984).

John C. Coffee, *The Uncertain Case for Takeover Reform : An Essay On Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups*, 1988 *Wis. L. Rev.* 435 (1988).

K. J. Martijn Cremers, Vinay B. Nair, Urs Peyer, *Takeover Defenses and Competition : The Role of Stakeholders*, 5 *J. Empirical Legal Stud.* 791 (2008).

Briana Cummings, *Benefit Corporations : How to Enforce a Mandate to Promote the Public Interest*, 112 *Colum. L. Rev.* 578 (2012).

Steven M. Davidoff, Caroline M. Gentile, Paul L. Regan, *Irreconcilable Differences : Director, Manager And Shareholder Conflicts In Takeover Transactions*, 36 *Del. J. Corp. L.* iii (2011).

Steven M. Davidoff, *A Case Study : Air Products v. Airgas and the Value of Strategic Judicial Decision-Making*, 2012 *Colum. Bus. L. Rev.* 502 (2012).

Michael R. Deskins, *Benefit Corporation Legislation, Version 1.0 - A Breakthrough In Stakeholder Rights?*, 15 *Lewis & Clark L. Rev.* 1047 (2011).

Michael P. Dooley, *Two Models of Corporate Governance*, 47 *Bus. Law.* 461 (1992).

Emeka Duruigbo, *Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia*, 100 *Ky. L. J.* 531 (2011-12).

Emeka Duruigbo, *Stimulating Long-Term Shareholder Shareholding*, 33 *Cardozo L. Rev.* 1733 (2012).

Frank. H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Managements in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harv. L. Rev.* 1161 (1981).

Frank. H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare*, 36 *Bus. Law.* 1733 (1981).

Paul H. Edelman, Randall S. Thomas, *Corporate Voting and the Takeover Debate*, 58 *Vand. L. Rev.* 453 (2005).

Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 *N.Y.U. L. Rev.* 733 (2005).

Ronald David Ellin, *The Poison Pill Warrant - Apothecary and Antidote : Moran v. Household International, Inc.*, 36 *DePaul L. Rev.* 413 (1987).

Gregg M. Fishbein, *Three Generations of State Anti-Takeover Statutes : Their Legitimacy In Relation To Their Effects on Interstate Commerce and the Supremacy Clause*, 38 *Drake L. Rev.* 437 (1988-89).

Shani L. Fuller, *Shareholders, Directors, And Other Constituencies : Who's On First In Oregon Corporate Takeover Law?*, 30 *Willamette L. Rev.* 347 (1994).

Frank J. Garcia, *Protecting Non-Shareholder Interests In the Marjet for Corporate Control : A Role For State Takeover Statutes*, 23 *U. Mich. J. L. Reform* 507 (1990).

Alan E. Garfield, *State Competence to Regulate Corporate Takeovers : Lessons From State Takeover Statutes*, 17 *Hofstra L. Rev.* 535 (1989).

Martin Gelter, *The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy*, 43 *Seton Hall L. Rev.* 909 (2013).

Nicholas L. Georgakopoulos, *Corporate Defense Law for Dispersed Ownership*, 30 *Hofstra L. Rev.* 11 (2001).

Franklin A. Gevurtz, Removing Revlon, 70 Wash. & Lee L. Rev. 1485 (2013).

Mark R. Gillen, Economic Efficiency and Takeover Bid Regulation, 24 Osgoode Hall L. J. 919 (1986).

Ronald J. Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in tender Offers, 33 Stan. L. Rev. 819 (1981).

Ronald J. Gilson, Reinier Kraakman : Takeovers in the Boardroom : Burke Versus Schumpeter, 60 Bus. Law. 1419 (2005).

Ronald J. Gilson, William Savitt, Mark Morton, Steven Davidoff, Panel : The Evolution of M&A Litigation in the Chandler Era, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 602 (2012).

Ronald J. Gilson, Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism : Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 Colum. L. Rev. 863 (2013).

Jeffrey N. Gordon, "Just Say Never"? Poison Pills, Deadhand Pills, And Shareholder-Adopted Bylaws : An Essay for Warren Buffett, 19 Cardozo L. Rev. 511 (1997).

Robert J. Graves, A Failed Experiment : State Takeover Regulation After Edgar v. Mite Corp., 1983 U. Ill. L. Rev. 457 (1983).

Ronald M. Green, Shareholders as Stakeholders : Changing Metaphors of Corporate Governance, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1409 (1993).

Joseph M. Grieco, The Eve-Evolving Poison Pill : The Pill in Asset Protection and Closely-Held Corporation Cases, 36 Del. J. Corp. 625 (2011).

Sean J. Griffith, The Omnipresent Specter of Omnicare, 38 J. Corp. L. 753 (2013).

Mark Gordon, Takeover Defenses Work. Is That Such a Bad Thing?, 55 Stan. L. Rev. 819 (2002).

David Groshoff, Would "Junkholder Primacy" Reduce Junk Corporate Governance, 13 J. Bus. & Sec. L. 59 (2012-13).

Lawrence A. Hamermesh, Premiums in Stock-For-Stock Mergers And Some Consequences In The Law Of Director Fiduciary Duties, 152 U. Pa. L. Rev. 881 (2003).

Sharon Hanes, The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses, 24 Cardozo L. Rev. 1903 (2003).

Sharon Hanes, Private Benefits of Control, Antitakeover Defenses, and the Perils of Federal Intervention, 2 Berkeley Bus. L. J. 263 (2005).

Sharon Hanes, A Demande-Side Theory of Antitakeover Defenses, 35 J. Legal Stud. 475 (2006).

Sharon Hanes, The Market For Takeover Defenses, 101 Nw. U. L. Rev. 125 (2007).

Virginia Harper Ho, "Enlightened Shareholder Value" : Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide, 36 J. Corp. 59 (2010).

Leo Herzel et al., Why Corporate Directors Have a Right to Resist Tender Offers, 61 Chi. Bus. Rec. 152 (1979).

K. Hofmann, La responsabilité des dirigeants d'entreprise dans le débat public américain, LPA 13 déc. 2007, p. 54.

Thomas E. Holber, Full of Hot Air? Evaluating the Airgas Court's Reservations About Shareholders' Short-Term and Long-Term Interests in Takeovers, 18 Fordham J. Corp. & Fin. L. 123 (2012).

Jack B. Jacobs, Does the New Corporate Shareholder Profile Call for a New Corporate Law Paradigm, 18 Fordham J. Corp. & Fin. L. 19 (2012).

Gregg A. Jarrell, State Anti-Takeover Laws and the Efficient Allocation of Corporate Control : An Economic Analysis of Edgar v. Mite Corp., 2 Sup. Ct. Econ. Rev. 111 (1983).

Michael C. Jensen, Richard S. Ruback, The market for Corporate Control : the Scientific Evidence, Journal of Financial Economics 11, 1983, p. 5.

Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, 1976, p. 306.

Henry F. Johnson, Anti-Takeover Actions and Defenses : Business Judgment or Breach of Duty?, 28 Vill. L. Rev. 51 (1982-83).

Dionysia Katelouzou, Myths and Realities of Hedge Fund Activism : Some Empirical Evidence, 7 Va. L. & Bus. Rev. 459 (2013).

Marcel Kahan, Michael Klausner, Antitakeover Provisions in Bonds : Bondholder Protection or Management Entrenchment, 40 UCLA L. Rev. 931 (1993).

Marcel Kahan, Michael Klausner, Lockups and the Market for Corporate Control, 48 Stan. L. Rev. 1539 (1996).

Marcel Kahan, Edward B. Rock, How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill : Adaptive Responses to Takeover Law, 69 U. Chi. L. Rev. 871 (2002).

Marcel Kahan, Edward B. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, 155(5) U. Pa. L. Rev. 1021 (2007).

Sang Yop Kang, Transplanting A Poison Pill to Controlling Shareholder Regimes - Why It Is So Difficult, 33 Nw. J. Int'l L. & Bus. 619 (2013).

Ian Kanig, Sustainable Capitalism Through the Benefit Corporation : Enforcing the Procedural Duty of Consideration to Protect Non-Shareholder Interests, 64 Hastings L. J. 863 (2013).

Chase de Kay Wilson, Marty Lipton's Poison Pill, 3 Int'l Fin. L. Rev. 10 (1984).

Michael J. Keliher, Anti-Takeover Measures - What Standard Should Be Used to Evaluate Them?, 25 Hous. L. Rev. 419 (1988).

P. Kenadjian, Décision de la société cible et de la société initiatrice aux États-Unis, LPA 22 nov. 1995, p. 34.

Michael Klausner, Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage, 152 U. Pa. L. Rev. 755 (2003).

Michael Klausner, Fact and Fiction in Corporate Law and Governance, 65 Stan. L. Rev. 1325 (2013).

Reinier Kraakman, The Best of All Possible Worlds (or Pretty Darn Close), 69 U. Chi. L. Rev. 933 (2002).

Bradley William Kragel, Fear of the Hostile Takeover : Having Tamed and Reined the Beasts, State Regulation Would Kill Them As Well, 14 J. Corp. L. 133 (1988).

Melissa M. Kurp, Corporate Takeover Defenses After QVC : Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers Without Breaching Their Fiduciary Duties?, 26 Loy. U Chi. L. J. 29 (1994).

J. Travis Laster, Revlon is a Standard of Review : Why It's True and What It Means, 19 Fordham J. Corp. & Fin. L. 5 (2013).

J. Travis Laster, *Omnicare's Silver Lining*, 38 J. Corp. L. 795 (2013).

Peter V. Letsou, *Are Dead Hand (And No Hand) Poison Pills Really Dead*, 68 U. Cin. L. Rev. 1101 (2000).

Neil Lieberman, *Justice Jackson in the Boardroom : A Proposal for Judicial Treatment of Shareholder-Approved Poison Pills*, 2008 Colum. Bus. L. Rev. 360 (2008).

Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 Bus. Law. 101 (1979).

Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom : A Response to Professors Easterbrook and Fischel*, 55 N.Y.U. L. Rev. 1231 (1980).

Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom : An Update After One Year*, 36 Bus. Law. 1017 (1981).

Martin Lipton, Andrew R. Brownstein, *Takeover Responses and Directors' Responsibilities - An Update*, 40 Bus. Law. 1403 (1985).

Martin Lipton, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, 136 U. Pa. L. Rev. 1 (1987).

Martin Lipton, *Pills, Polls, and Professors Redux*, 69 U. Chi. L. Rev. 1037 (2002).

Martin Lipton, Paul K. Rowe, *Pills, Polls and Professors : A Reply To Professor Gilson*, 27 Del. J. Corp. L. 1 (2002).

Martin Lipton, Paul K. Rowe, *The Inconvenient Truth About Corporate Governance : Some Thoughts On Vice-Chancellor Strine's Essay*, 33 J. Corp. L. 63 (2007).

Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. Pol. Econ. 110 (1965).

Michael S. Marshall, *Beyond the Third Generation : An Analysis of Pennsylvania's Latest Attack on Hostile Takeovers*, 29 Duq. L. Rev. 579 (1991).

Robin J. Marsico, *Corporations Law : Antitakeover Measures*, 1986 Ann. Surv. Am. L. 95 (1986).

Colin Mayer, *How to Avoid Implementing Today's Wrong Policies to Solve Yesterday's Corporate Governance Problems*, 161 U. Pa. L. Rev. 1989 (2013).

Brett H. McDonnell, *Shareholder Bylaws, Shareholder Nominations, and Poison Pills*, 3 Berkeley Bus. L. J. 205 (2005).

E. Merrick Dodd, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 Harv. L. Rev. 1145 (1932).

David Millon, *Shareholder Social Responsibility*, 36 Seattle U. L. Rev. 911 (2013).

Laura A. Misner, 43 Wash. & Lee. L. Rev. 1037 (1986).

Lawrence E. Mitchell, *Vulnerability and Efficiency (of What?)*, 2 Berkeley Bus. L. J. 153 (2005).

Lawrence E. Mitchell, *The Legitimate Rights of Public Shareholders*, 66 Wash. & Lee L. Rev. 1635 (2009).

Daniel J. Morrissey, *M&A Fiduciary Duties : Delaware's Murky Jurisprudence*, 58 Vill. L. Rev. 121 (2013).

Michael E. Murphy, *Attacking the Classified Board of Directors : Shaky Foundations for Shareholder Zeal*, 65 Bus. Law. 441 (2010).

J. Haskell Murray, *Choose Your Own Master : Social Enterprise, Certifications, And Benefit Corporations Statutes*, 2 Am. U. Bus. L. Rev. 1 (2012).

Dale Arthur Oesterle, Delaware's Takeover Statute : Of Chills, Pills, Standstills, and Who Gets Iced, 13 Del. J. Corp. L. 879 (1988).

Anthony Page, Robert A. Katz, Freezing Out Ben & Jerry : Corporate Law and the Sale of a Social Enterprise Icon, 35 Vt. L. Rev. 211 (2010).

Anthony Page, Robert A. Katz, Is Social Enterprise the New Corporate Social Responsibility?, 34 Seattle U. L. Rev. 1351 (2011).

Ashton Phelps, Jr., Corporate Defenses to Takeover Bids, 44 Tul. L. Rev. 517 (1970).

Alicia E. Plerhopes, Can an Old Dog Learn New Tricks? Applying Traditional Corporate Law Principles to New Social Enterprise Legislation, 13 Transactions Tenn. J. Bus. L. 221 (2012).

William Proxmire, What's Right and Wrong About Hostile Takeovers, 1988 Wis. L. Rev. 353 (1988).

Brian JM Quinn, Omnicare : Coercion and the New Unocal Standard, 38 J. Corp. L. 835 (2013).

Larry E. Ribstein, Takeover Defenses and the Corporate Control, 78 Geo. L. J. 71 (1989).

Edward B. Rock, Adapting to the New Shareholder-Centric Reality, 161 U. Pa. L. Rev. 1907 (2013).

Mark J. Roe, The Shareholder Wealth Maximization Norm And Industrial Organization, 149 U. Pa. L. Rev. 2063 (2001).

Mark J. Roe, Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom, 68 Bus. Law. 977 (2013).

Caspar Rose, Takeover Defenses' Influence on Managerial Incentives, 25 Int'l Rev. L. & Econ. 556 (2005).

Christina M. Sautter, Promises Made To Be Broken? Standstill Agreements in Change of Control Transactions, 37 Del. J. Corp. L. 929 (2013).

Ashley Schoenjahn, New Faces of Corporate Responsibility : Will New Entity Forms Allow Businesses to Do Good?, 37 J. Corp. L. 453 (2012).

Mary Siegel, The Illusions of Enhanced Review of Board Actions, 15 U. Pa. J. Bus. L. 599 (2013).

Marshall L. Small, Robert P. Buford, Richard Cheney, J. William Robinson, Defending Target Companies - A Panel, 32 Bus. Law. 1349 (1977).

Christopher J. Smart, Takeover Danders and Non-Shareholders : Who Should Be Our Brothers' Keeper?, 1988 Colum. Bus. L. Rev. 301 (1988).

D. Gordon Smith, The Shareholder Primacy Norm, 23 J. Corp. L. 277 (1998).

Judd F. Sneirson, Green Is Good : Sustainability, Profitability, and a New Paradigm for Corporate Governance, 94 Iowa L. Rev. 987 (2009).

William H. Steinbrink, Management's Response to the Takeover Attempt, 28 Case W. Res. L. Rev. 882 (1978).

Lynn A. Stout, Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post / Ex Ante Valuation Problem, 55 Stan. L. Rev. 845 (2002).

Lynn A. Stout, Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy, 75 S. Cal. L. Rev. 1189 (2002).

Lynn A. Stout, Why We Should Stop Teaching *Dodge v. Ford*, 3 Va. L. & Bus. Rev. 163 (2008).

Lynn A. Stout, The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public (2012).

Lynn A. Stout, On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet), 36 Seattle U. L. Rev. 1169 (2013).

Lynn A. Stout, The Toxic Side Effects of Shareholder Primacy, 161 U. Pa. L. Rev. 2003 (2013).

Leo E. Strine, Toward A True Corporate Republic : A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution For Improving Corporate America, 119 Harv. L. Rev. 1759 (2006).

Leo E. Strine, Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance, 33 J. Corp. L. 1 (2007).

Leo E. Strine, Our Continuing Struggle With the Idea That For-Profit Corporations Seek Profit, 47 Wake Forest L. Rev. 135 (2012).

Leo E. Strine, Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law, 114 Colum. L. Rev. 450 (2014).

Guhan Subramanian, Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, 113 Yale L. J. 621 (2003).

Guhan Subramanian, The Emerging Problem of Embedded Defenses : Lessons From Air Line Pilots Ass'n, *International v. UAL Corp.*, 120 Harv. L. Rev. 1239 (2007).

Eric Talley, On The Demise of Shareholder Primacy (Or, Murder on the James Trains Express), 75 S. Cal. L. Rev. 1211 (2002).

I. Tchotourian, Concilier long terme et gouvernance renouvelée : "the new American way for doing business", Bull. Joly Sociétés 2010, p. 845.

Patrick J. Thompson, Shareholder Rights Plans : Shields or Gavels?, 42 Vand. L. Rev. 173 (1989).

Samuel C. Thompson Jr., Stephen P. Lamb, William M. Lafferty, Kevin R. Shannon, Oral Arguments in a Hypothetical Appeal of *Air Products v. Airgas* to the Delaware Supreme Court, 116 Penn. St. L. Rev. 811 (2012).

Peter L. Tracey, The Delaware Debate on Takeover Legislation : No Small Wonder, 93 Dick. L. Rev. 339 (1989).

Anne Tucker, The Citizen Shareholder : Modernizing the Agency Paradigm to Reflect How and Why a Majority of Americans Invest in the Market, 35 Seattle U. L. Rev. 1299 (2012).

Kevin L. Turner, Settling the Debate : A Response to Professor Bebchuk's Proposed Reform of Hostile Takeover Defenses, 57 Ala. L. Rev. 907 (2006).

Unreported Cases, *In Re Smurfit-Stone Container Corp. Shareholder Litigation*, 37 Del. J. Corp. L. 261 (2012) et 125 Harv. L. Rev. 1256 (2012).

Mark E. Van Der Weide, Against Fiduciary Duties to Corporate Stakeholders, 21 Del. J. Corp. L. 27 (1996).

E. Norman Veasey, The New Incarnation of the Business Judgment Rule In Takeover Defenses, 11 Del. J. Corp. L. 503 (1986).

Julian Velasco, Just Do It : An Antidote to the Poison Pill, 52 Emory L. J. 849 (2003).

Gordon H. Warren, "Poison Pill" Warrants and the Business Judgment Rule : *Moran v. Household International, Inc.*, 66 Or. L. Rev. 373 (1987).

Elliott J. Weiss, A Proposal For A Federal Takeover Law, 9 Cardozo L. Rev. 1699 (1988).

Gregory W. Werkheiser, *Defending the Corporate Bastion : Proportionality and the Treatment of Draconian Defenses From Unocal to Unitrin*, 21 Del. J. Corp. L. 103 (1996).

David A. Wishnick, *Corporate Purposes in a Free Enterprise System : A Comment on eBay v. Newmark*, 121 Yale L. J. 2405 (2012).

Morgan White-Smith, *Revisiting Revlon : Should Judicial Scrutiny of Mergers Depend on the Method of Payment*, 79 U. Chi. L. Rev. 1177 (2012).

Bert L. Wolff, *The Constitutionality of the New York Security Takeover Disclosure Act : An Analysis after Edgar v. Mite Corp.*, 48 Alb. L. Rev. 239 (1983).

R. Wai Wong, *Through the Antitrust Looking Glass : A Vision of Delaware's Takeover-Defense Jurisprudence*, 99 Va. L. Rev. 169 (2013).

Ross W. Wooten, *Restructurings During A Hostile Takeover : Directors' Discretion Or Shareholders' Choice?*, 35 Hous. L. Rev. 505 (1998).

Ryan J. York, *Visages of Janus : The Heavy Burden Of Other Constituency Anti-Takeover Statutes On Shareholders and the Efficient Market for Corporate Control*, 38 Willamette L. Rev. 187 (2002).

Jingchen Zhao, *The Curious Case of a Shareholder Primacy Norm : Calling for a More Realistic Theory*, 15 Int'l Trade & Bus. L. Rev. 1 (2012).

Droit comparé

Ahmad A. Alshorbagy, *On the Failure of a Legal Transplant : The Case of Egyptian Takeover Law*, 22 Ind. Int'l & Comp. L. Rev. 237 (2012).

P. Alfredo, *La réforme du droit espagnol des offres publiques d'acquisition*, Rev. sociétés 2009, p. 761.

John Armour, Jack B. Jacobs, Curtis J. Milhaupt, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets : An Analytical Framework*, 52 Harv. Int. L. J. 219 (2011).

Bliss Burdett Pak, *National Markets and New Defenses : The Case for an East Asian Opt-In Takeover Law*, 20 Colum. J. Asian L. 385 (2007).

Robert T. Esposito, *The Social Enterprise Revolution In Corporate Law : A Primer on Emerging Corporate Entities in Europe and the United States and the Case for the Benefit Corporation*, 4 Wm. & Bus. L. Rev. 639 (2013).

J. Graas, *La poison pill : regards croisés franco-luxembourgeois*, 2010 Int'l Bus. L. J. 543 (2010).

Klaus J. Hopt, *La treizième directive sur les OPA-OPE et le droit allemand*, in *Mélanges Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 529.

Hideki Kanda, *Does Corporate Law Really Matter in Hostile Takeovers?: Commenting on Professor Gilson and Chancellor Chandler*, 2004 Colum. Bus. L. Rev. 67 (2004).

Hwa-Jin Kim, Haruka Okihara, Stephen Woodcock, *Importing Hazardous Substances from the United States? : The Poison Pill in Japan and Korea*, 10 J. Korean L. 1 (2010).

Sang Gon Kim, Issuance of New Shares as a Takeover Defense and Countermeasures, 9 J. Korean L. 325 (2009).

Jack B. Jacobs, Implementing Japan's New Anti-Takeover Defense Guidelines, 2 N.Y.U. J. L. & Bus. 323 (2006).

F. Kutscher-Puis, Kurt G. Weil, Offres publiques d'achat en droit allemand : une synthèse, Rev. sociétés 1997, p. 323.

M. Peetz, Protecting Shareholders from Themselves : How the UK's 2011 Takeover Code Amendments Hit Their Mark, 2 Penn St. J.L. & Int'l Aff. 409 (2013).

Dan W. Puchniak, The Efficiency of Friendliness : Japanese Corporate Governance Succeeds Again without Hostile Takeovers, 5 Berkeley Bus. L. J. 195 (2008).

Cedric Ryngaert, Cross-Border Takeover Regulation : A Transatlantic Perspective, 4 ECFR 434 (2007).

Michael St. Patrick Baxter, The Fiduciary Obligations of Directors of a Target Company In Resisting An Unsolicited Takeover Bid, 20 Ottawa L. Rev. 63 (1988).

Karan Talwar, Nivedita Saksena, Anti-Acquirer and Pro-Shareholder? An Analysis of the SEBI (Substantial Acquisition of Shares and Takeovers) Regulations, 2011, 5 NUJS L. Rev. 129 (2012).

Paul Redmond, Directors' Duties and Corporate Social Responsiveness, 35 U.N.S.W.L.J. 317 (2012).

S. Rousseau, Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : la Cour suprême du Canada propose sa grille d'analyse, Bull. Joly Sociétés 2010, p. 297.

S. Rousseau, I. Tchotourian, L'"intérêt social" en droit des sociétés - Regards canadiens, Rev. sociétés 2009, p. 735.

Albert O. Saulsbury IV, The Availability of Takeover Defenses and Deal Protection Devices for Anglo-American Target Companies, 37 Del. J. Corp. L. 115 (2012).

Alexandros Seretakis, Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and United States : A Case Against the United States Regime, 8 Ohio St. Entrepren. Bus. L. J. 245 (2013).

Sean Vanderpol, Edward J. Waitzer, Addressing the Tension Between Directors' Duties and Shareholder Rights - A Tale of Two Regimes, 50 Osgoode Hall L. J. 177 (2012).

Charlie Xiao-chuan Weng, Assessing the Applicability of the Business Judgment Rule and the "Defensive" Business Judgment Rule in the Chinese Judiciary : A Perspective on Takeover Dispute Adjudication, 34 Fordham Int'l L. J. 124 (2010).

Charlie Xiao-chuan Weng, Lifting the Veil of Words : An Analysis of the Efficacy of Chinese Takeover Laws and the Road to a "Harmonious Society", 25 Colum. J. Asian L. 180 (2012).

Andrew Zwecker, The EU Takeover Directive : Eight Years Later, Implementation But Still No Harmonization Among Member States on Acceptable Takeover Defenses, 21 Tul. J. Int'l & Comp. L. 233 (2012).

Articles divers

Senay Agca, Sattar A. Mansi, Managerial Ownership, Takeover Defenses, and Debt Financing, *J. Financ. Res.*, Vol. 31, No. 2, 2008, p. 85.

Brent W. Ambrose, William L. Megginson, The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood, *J. Financ. Quant. Anal.*, Vol. 27, No. 4, December 1992, p. 575.

Elazar Berkovitch, Naveen Khanna, How Target Shareholders Benefit from Value-Reducing Defensive Strategies in Takeovers, *J. Financ.*, Vol. 45, No. 1, March 1990, p. 138.

Gilles Chemla, Hold Up, Stakeholders and Takeover Threats, *J. Financ. Intermed.* 15, 2005, p. 376.

Robert G. Comment, G. William Schwert, Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures, *J. Financ. Econ.* 39, 1995, p. 3.

Marco A. Haan, Yohanes Riyantbo, The Effects of Takeover Threats on Shareholders and Firm Value, *J. Econ. Behav. Organ.*, Vol. 59, 2006, p. 45.

Puneet Handa, A. R. Radhakrishnan, An Empirical Investigation of Leveraged Recapitalizations with Cash Payout as Takeover Defense, *J. Financ. Manage.*, Autumn 1991, p. 58.

Husayn Shahrur, Industry Structure and Horizontal Takeovers : Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers, *J. Fin. Econ.* 76, 2005, p. 61.

Défenses anti-OPA et intérêt social en droit français et en droit américain

Introduction (p. 4)

- 1) Les OPA et les défenses anti-OPA (p. 5)
- 2) L'intérêt social (p. 11)
 - a) La vision française (p. 11)
 - (i) Les débats doctrinaux (p. 11)
 - (ii) L'état du droit positif (p. 13)
 - b) La vision américaine (p. 16)
 - (i) La jurisprudence (p. 17)
 - (ii) Les débats doctrinaux (p. 18)
 - c) Corporate governance, modification de la structure actionnariale et conflits d'intérêts (21)
- 3) L'intérêt social dans la législation OPA (p. 25)
 - a) Quant à l'adoption des mesures de défense (p. 25)
 - b) Quant à la définition des mesures de défense (p. 28)

* * *

I. L'intérêt social dans l'adoption des défenses anti-OPA : La compétence des organes d'administration et de direction (p. 30)

A. Un principe américain traditionnel (p. 30)

- 1) Le débat sur le pouvoir de défense des administrateurs (p. 30)
- 2) La consécration du pouvoir de défense des administrateurs (p. 33)
 - a) Le pouvoir de rejet de l'offre par les administrateurs (p. 33)
 - b) Le pouvoir de défense de la société par les administrateurs (p. 34)

B. Un principe français nouveau (p. 38)

- 1) Le régime issue de la loi du 31 mars 2006 : la neutralisation des organes de direction et d'administration (p. 38)
 - a) Le cas des défenses adoptées avant l'offre : le désarmement de la cible (p. 39)
 - b) Le cas des défenses adoptées en cours d'offre (p. 41)
 - (i) La neutralisation des dirigeants et la domination des actionnaires (41)
 - (ii) L'exception de réciprocité et le possible maintien de délégations (42)
- 2) Le nouveau régime issu de la loi du 29 mars 2014 : la compétence des organes d'administration p. 44)
 - i) L'abandon du principe de neutralité des organes de direction et d'administration (p. 45)
 - ii) La suppression des principes de suspension des délégations antérieures en période d'offre publique et d'approbation ou confirmation des décisions prises avant la période d'offre et non encore exécutées (p. 47)
 - iii) Le maintien d'une compétence résiduelle des assemblées générales (p. 48)
 - iv) La suppression de l'exception de réciprocité (p. 49)
 - v) Le maintien sur option du régime antérieur (p. 49)

- vi) Le maintien de la neutralisation des restrictions adoptées avant l'offre (p. 53)
- vii) Le maintien et l'ajustement du régime des bons d'offre (p. 53)

II. L'intérêt social dans la détermination des défenses anti-OPA (p. 56)

A. L'intérêt social, "boussole" des défenses anti-OPA (p. 56)

- 1) La prise en compte d'un intérêt social élargi dans l'adoption des mesures (p. 57)
 - a) Une solution américaine duale (p. 57)
 - (i) La protection des intérêts des parties prenantes (p. 57)
 - (ii) La protection des intérêts des seuls actionnaires (p. 59)
 - b) Vers une solution française unique? (p. 62)
- 2) Les mécanismes structurels permettant la prise en compte d'un intérêt social élargi (p. 67)
 - a) L'intervention de l'intérêt des salariés dans la procédure d'OPA (p. 67)
 - b) L'actionnariat salarié (p. 72)
 - (i) Le droit français (p. 73)
 - (ii) Le droit américain (p. 76)
 - c) La mise en place de droits de vote double en droit français (p. 78)

B. L'intérêt social, limite des défenses anti-OPA (p. 85)

- 1) L'insertion des défenses anti-OPA dans des limites raisonnables (p. 85)
 - a) Le test du caractère proportionnel des défenses en droit américain (p. 85)
 - b) Le test de la conformité des défenses à l'intérêt social en droit français (p. 89)
- 2) L'engagement de la responsabilité des organes de la société française éclairé par le droit américain (p. 94)

CONCLUSION GÉNÉRALE (p. 102)

BIBLIOGRAPHIE (p. 105)