

UNIVERSITE PANTHEON-ASSAS (PARIS II)

**LA MISE EN ŒUVRE DES MOYENS DE DEFENSE ANTI-OPA
EN DROIT FRANÇAIS ET EN DROIT SUISSE**

Présenté et soutenu
Sous la direction de M. le Professeur Michel GERMAIN

Mémoire d'admission
Master II professionnel Juriste d'affaires

Semih BAYAR EREN

15 mai 2008

L'Université Panthéon-Assas (Paris II), Droit - Economie - Sciences Sociales, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Cette œuvre est protégée dans toutes ses composantes par les dispositions du Code de la propriété intellectuelle, notamment celles relatives aux droits d'auteur. Ces droits sont la propriété exclusive de son auteur. Toute reproduction intégrale ou partielle, par quelque moyen que ce soit, non autorisée par son auteur ou ses ayants droit, est strictement interdite.

TABLE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS

AG.....	<i>Aktiengesellschaft</i> (Société Anonyme)
AJP/PJA.....	Aktuelle juristische Praxis/Pratique juridique actuelle
al.....	alinéa
AMF.....	Autorité des Marchés Financiers
ANSA.....	Association Nationale des Sociétés par Actions
art.....	article
ATF.....	arrêt du Tribunal Fédéral suisse
C. com.....	Code de commerce français
Cass. Com.....	Chambre commerciale de la Cour de cassation française
CDBF.....	Centre de Droit bancaire et Financier
ch.....	chiffre
CMF.....	Code Monétaire et Financier français
CO.....	Code des obligations - Loi fédérale complétant le Code civil Suisse (Livre cinquième: Droit des obligations) du 30 mars 1911 (Etat le 1 ^{er} janvier 2008 ; RS 2 189)
C.O.B.....	Commission des opérations de bourse
consid.....	Considérant
D.....	Recueil Dalloz
Del.Supr.....	<i>Delaware Supreme Court</i>
Éd.....	Édition
Fasc.....	Fascicule
FF.....	Feuille Fédérale suisse
frs.....	francs suisse
JORF.....	Journal Officiel de la République française
JOUE.....	Journal officiel de l'Union Européenne (à compter de l'entrée en vigueur du Traité de Nice)
LBVM.....	Loi fédérale suisse sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (Etat le 1 ^{er} janvier 2008 ; RS 954.1)
let.....	lettre
LPA.....	Les Petites Affiches
N°.....	numéro
obs.....	observation(s)
OOPA.....	Ordonnance suisse de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 juillet 1997 (Etat le 23 juin 1998 ; RS 954.195.1)
op. cit.....	<i>opere citato</i> (dans l'ouvrage cité)
OPA.....	Offre publique d'acquisition
ord.....	ordonnance
p.....	page
para.....	paragraphe
phr.....	phrase
pp.....	pages
Rev.....	Revue
RDBF.....	Revue de Droit Bancaire et Financier
Rép.....	Répertoire
RJDA.....	Revue de Jurisprudence de droit des affaires
RGAMF.....	Règlement Général de l'AMF (modifié par arrêté du 27 décembre 2007, JO du 30 décembre 2007)
RLDA.....	Revue Lamy Droit des Affaires
RS.....	Recueil Systématique suisse
RTD com.....	Revue Trimestrielle de Droit commercial (Dalloz)
RTDF.....	Revue Trimestrielle de Droit Financier
s.....	suiuant
SA.....	Société Anonyme
ss.....	suiuants
SWX.....	Swiss Exchange AG
SZW.....	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
v.....	versus
V°.....	Mot
Voy.....	Voyez

SOMMAIRE¹

Chapitre I. Le pouvoir encadré des dirigeants

Section 1^{ère}. La solution française : une limitation absolue à la liberté d'action des dirigeants

Section 2^{nde}. La solution suisse : une limitation tempérée à la liberté d'action des dirigeants

Chapitre II. Le pouvoir élargi de l'assemblée générale

Section 1^{ère}. Convergence : Le pouvoir décisionnel de l'assemblée générale

Section 2^{nde}. Divergence : le pouvoir statutaire de l'assemblée générale

¹ Une table des matières détaillée figure en page 84 ; En annexes, la Loi fédérale suisse sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (Etat le 1^{er} janvier 2008 ; RS 954.1) et l'Ordonnance suisse de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 juillet 1997 (Etat le 23 juin 1998 ; RS 954.195.1).

INTRODUCTION

1.- D’hier à aujourd’hui : un développement spectaculaire. Hier inconnues, les offres publiques d’acquisition (OPA), constituent, aujourd’hui, tant en France² qu’en Suisse³, et à la différence d’autres pays européens⁴, le principal mode de prise de contrôle des sociétés cotées. Importé des Etats-Unis d’Amérique, ce mode d’acquisition, qui ne concerne que les sociétés publiques, est minutieusement régi par les législations nationales. De manière générale, il s’agit d’une procédure par laquelle une offre⁵ est présentée aux détenteurs de titres de capital d’une société, dite « société cible ou visée », en vue d’en acquérir le contrôle⁶. En contrepartie des titres apportés, l’offrant peut proposer soit de l’espèce (offre publique d’achat), soit des titres de participation (offre publique d’échange), soit encore une combinaison des deux.

Pour la seule année 2006, la France en a connu une cinquantaine⁷ ; alors qu’entre 1966 et 1986, il n’y en avait qu’environ six par année⁸. Ce mouvement est encore plus flagrant en Suisse : alors que l’activité de la Commission des OPA a été néante pendant de nombreuses années, elle publie actuellement une quarantaine de recommandations par an⁹.

2.- Déclaration de guerre ou de mariage ? Ce développement concerne tout particulièrement les offres dites « hostiles » : l’offre est présentée aux actionnaires de la société visée contre l’avis de ses dirigeants¹⁰. Apparues dans les années 70 avec, en Suisse, la

² P. SERVAN-SCHREIBER/S. THOMAZI, *Chapter 17, France*, in : *The International Comparative Legal Guide to : Mergers and Acquisitions*, 2008 : Global Legal Guide, p. 89.

³ J. IFFLAND/H.-J. DIEM, *Chapter 45 : Switzerland*, in : *The International Comparative Legal Guide to : Mergers and Acquisitions*, 2008 : Global Legal Guide, pp. 282 à 283.

⁴ Par ex. en Allemagne : Voy. K.J. HOPT, *Les offres publiques d’acquisition en droits français et allemand après la 13^{ème} directive*, in : D. 2007, p. 462.

⁵ Notons que l’édition dominicale du *Financial Times* contient une liste des offres publiques européennes avec indications du nom de l’offrant, de la société cible et des termes de l’offre sous la rubrique *Current Takeover bids and Mergers* ; Voy R. VAITILINGAM, *The Financial Times Guide to Using the Financial Pages*, 2001 : Prentice Hall, 4^{ème} éd., pp. 31 à 32.

⁶ F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, 2004 : L.G.D.J., p. 427, n° 1160. Voy. également les définitions de LBVM (art. 2 let. e. LBVM) et du RGAMF, art. 231-2.

⁷ Rapport annuel de l’AMF 2006, p. 133.

⁸ M. FELDMANN, *L’obligation de présenter une offre publique d’acquisition à la suite d’une prise de contrôle*, thèse de doctorat, 1999 : Shaker Verlag, p. 85.

⁹ La commission des OPA a rendu 42 recommandations pour la seule année 2007 ; Voy. T. AMSTUTZ/P. GEOTSCHI/M. EGGEN, *Praxis der Übernahmekommission*, in : *Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2007/2008*, Schulthess, p. 167 ; une quarantaine pour l’année 2006, Voy. T. AMSTUTZ/P. GEOTSCHI/M. EGGEN, *Pratique de la Commission des OPA*, in : *Perspectives et risques de nouveautés juridiques 2006/2007*, Schulthess, p. 101.

¹⁰ Le conseil d’administration de la société visée doit adresser aux propriétaires des titres un rapport dans lequel il prend position sur les titres en vertu de l’art. 29 al. 1^{er} LBVM. Art. 9 para. 5 de la directive OPA. Pour le droit

très médiatisée offre publique sur Bally SA en novembre 1975¹¹ et, en France, la tentative d'acquisition de BSN sur la compagnie Saint-Gobain¹², elles sont restées rares jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, pour se développer considérablement depuis, généralement par vagues¹³. Elles se sont aujourd'hui banalisées¹⁴.

3.- Les armes offertes. Face à une telle situation, une société peut chercher à se défendre. Dans ce cas, les organes compétents de la société visée tentent, de manière objective, à empêcher l'acquisition¹⁵. On parle alors de mesures de défense. Classiquement, une distinction est opérée entre les mesures de défenses préventives, celles qui interviennent préalablement à l'offre et celles qui sont mises en œuvre en cours d'offre. Cette distinction se justifie par le fait qu'en période d'offre publique, des règles dérogatoires au droit commun sont applicables. Tant en droit suisse qu'en droit français, l'offre publique d'acquisition débute avec sa publication à l'autorité compétente¹⁶ et s'étend jusqu'à son résultat¹⁷. Notons que ni le droit suisse ni le droit français ne connaissent de « période suspecte » ; c'est-à-dire une période pendant laquelle la société visée serait présumée avoir connaissance de l'offre et

français : Voy. l'art. 231-9 RGAMF. Le fait que les organes dirigeants se prononcent de manière négative ne signifie pas nécessairement que l'offre est en soi néfaste ; Voy. C. B. BÜHLER, *Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten, nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU*, 2002 : Schulthess, p. 8.

¹¹ Voy pour la fragilité du dispositif préventif mis en place dans l'OPA sur Bally SA : M. STEINMANN, *Präventive Abwehrmassnahme zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes*, in : Reihe Handels- und Wirtschaftsrecht (Band 21), 1989 : Rüegger, pp. 29 à 32.

¹² Voy. P. MERLE, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, 2005 : Dalloz, 10^{ème} éd., n° 649, p. 791 et les références citées.

¹³ A la suite de l'offre initiée en juillet 1996 par Auchan sur Docks, la France a, par exemple, connu une vague d'OPA hostiles dans le courant de l'été 1997 ; Voy. G. de PONTBRIAND et alii, *Le retour des OPA*, in : La Revue Banque n° 589 – février 1998, p. 21.

¹⁴ Pour une liste de l'ensemble des OPA hostiles sur lesquelles la Commission des OPA a eu à se prononcer depuis 2000 Voy. J. IFFLAND, *OPA hostiles : Le combat est-il équitable ?* In : Journée 2007 de droit bancaire et financier, 2008 : Schulthess, note 2, p. 59. En 2007, l'offre hostile la plus médiatique, en Suisse, fut celle de Scor SA sur Convertium Holding AG. Voy. M. SUPERINA, *10 Jahre öffentliche Übernahme in der Schweiz*, in : Mergers & Acquisitions X, 2008 : Schulthess, p. 246. Pour la France, Voy. D. CARREAU/H. LETRÉGUILLY, *V° Offres Publiques (OPA, OPE, OPR)*, in : Rép. Sociétés D., septembre 2007, n° 123, p. 23. Les auteurs soulignent que les offres publiques, amicales ou hostiles, sont devenues « monnaie courante ».

¹⁵ Selon la définition retenue et confirmée par la Commission des OPA. Voy. pour une application : la recommandation III de la Commission des OPA du 29 mars 2001, *revendication dans le cadre de l'offre publique d'acquisition et d'échange de InCentive Capital AG, Zoug, pour toutes les actions nominatives de Sulzer AG, Winterthur*, consid. 1.2.

¹⁶ En droit suisse, l'offrant peut, avant la publication des prospectus, annoncer une offre en indiquant notamment les titres de participation objets de l'offre ainsi que le prix offert pour ces titres (art. 7 alinéas 1 et 2 OOPA). Cette annonce doit être publiées dans deux ou plusieurs journaux en allemand et en français et communiquée à l'un au moins des principaux médias électroniques (art. 8 alinéas 1 et 2 OOPA). Dans ce cas, l'annonce préalable remplace la date de la publication de l'offre (art. 9 al. 2 let. c. OOPA).

¹⁷ art. 231-2 4° du RGAMF et art. 29 al. 2 LBVM.

qui justifierait l'application des règles dérogatoires avant la publication¹⁸. Les mesures préventives ou « à froid » sont donc celles qui sont mises en œuvre antérieurement à la publication de l'offre ; celles postérieures ou « à chaud » sont mises en œuvre en cours d'offre. Au-delà de cette distinction, les mesures de défense peuvent être de nature juridique, économique ou encore boursière. Elles n'ont de limites que l'imagination¹⁹, en particulier en ce qui concerne leur dénomination et... le droit ! C'est ainsi que le droit français et le droit suisse reconnaissent leur licéité, mais les encadrent au travers de principes communs.

4.- « Principes universels de la défense ». Les principes communs au droit suisse et au droit français tiennent d'une part, à l'intérêt social et, d'autre part, aux principes de droit boursier. En effet, ces derniers régissent toutes les mesures de défense qui peuvent être mises en œuvre par la société. Envisageons les successivement.

L'intérêt social constitue un principe commun aux législations suisse et française, et de manière générale, européennes²⁰. Il guide la mise en œuvre des moyens de défense par la société. La notion d'« intérêt social » est néanmoins complexe et protéiforme. En matière d'OPA, les difficultés qui encadrent cette notion se trouvent amplifiées. La raison tient à la multitude des intérêts en jeu : celui des dirigeants qui peuvent être motivés par leur volonté de rester à la tête de l'entreprise ; des actionnaires qui veulent recevoir la plus-value maximale par la vente de leurs titres ; de la société qui souhaite prospérer ; des salariés qui veulent conserver leur emploi ; des créanciers qui veulent s'assurer de la solvabilité de la société ; de l'intérêt national²¹ ; chaque pays désirant conserver ses industries phares²². Deux intérêts

¹⁸ La commission des OPA a toutefois eu l'occasion de préciser qu'une dérogation à ce principe serait envisageable en cas de fraude ; Voy. la recommandation V de la Commission des OPA du 23 août 2005, *Offre publique d'acquisition de Sumida Holding Germany GmbH, Neumarkt, Allemagne et von Gatebrook Limited, Nicosie, Chypre, pour toutes les actions nominatives se trouvant dans le public de Saia-Burgess Electronics Holding AG*, Murten, consid. 1.2.1. et 1.2.2.

Voy. Néanmoins, pour le droit français, le dispositif anti-rumeurs, dit amendement « Danone », prévu à l'art. L. 433-1, V, CMF. Un tel dispositif n'est pas prévu en droit suisse. Voy. à ce sujet : F. BASDEVANT, *Gestion des rumeurs préalables à une offre publique : de l'exemple britannique à Danone*, in : RLDA, avril 2007, N° 15, pp. 84 à 85. L'auteur en conclut que le dispositif renforce les défenses anti-OPA. Voy. également Y. SCHMIDT, *Artémis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA : l'AMF devra clarifier ses intentions*, in : LPA, 4 juin 2007 n° 111, p. 3.

¹⁹ Voy. par exemple : P. SERVAN-SCHREIBER, *La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ? - Comparatif fiducie/stitching*, in : RDBF n° 5, septembre 2007, étude 19. L'auteur envisage l'utilisation de la fiducie comme un moyen de défense anti-OPA à l'aune de l'expérience néerlandaise.

²⁰ Et européenne : Voy. V. de BEAUFORT, *Les OPA en Europe*, 2001 : Economica, p. 48. Voy. également R. DAMMANN/U. VOLK, *Le patriotisme économique : Une réalité des deux côtés du Rhin ?*, in : D. 2006, p. 1674.

²¹ Voy. L'intervention de A. MONTEBOURG : « Une entreprise n'appartient pas uniquement à ses actionnaires, mais aussi à ses salariés et parfois à la Nation », Rapport NOVELLI, p. 22.

néanmoins semblent être privilégiés. Ils sont mis en exergue par la définition donnée par un auteur suisse : « l'intérêt social se définit à la fois comme celui de la personne morale à accroître la rentabilité de son capital social en poursuivant son but statutaire et l'intérêt correspondant et commun à tous les actionnaires à en percevoir les bénéfices par une distribution de dividendes ou par un accroissement de la valeur de leurs actions »²³. Cette définition revient à mettre en avant l'aspect économique de l'intérêt social, l'intérêt de la société, et l'intérêt des actionnaires. Sans pouvoir apporter de réponse définitive, nous pouvons nous rallier à la considération suivante prônée par la jurisprudence du Tribunal fédéral et par la doctrine majoritaire suisses : l'intérêt social nécessite une mise en balance de l'ensemble des intérêts en jeu²⁴. L'intérêt social ainsi encadré constitue la limite à toute mesure de défense qui pourrait être mise en œuvre. Il établit, également, l'objectif à poursuivre. Les destinataires de cette dernière proposition sont les dirigeants sociaux et non plus tellement la société en soi : ces derniers devront, lorsque cette possibilité leur est conférée, mettre en œuvre les moyens de défense. Cette affirmation est prônée plus nettement en Suisse qu'en France, nous le verrons. Mais la question se posera en France et la solution suisse que nous exposerons, par interrogation, pourrait constituer une base de réflexion pour ceux qui sollicitent des réponses sur l'existence d'une telle obligation²⁵.

Notre objet n'étant pas d'étudier les principes du droit boursier, nous pouvons les résumer ainsi : Loyauté, égalité, transparence et libre jeu des offres et des surenchères²⁶ ! Ils sont communs au droit suisse et au droit français et nous pourrions les qualifier de « principes universels dans la défense »²⁷. Au-delà, un choix politique s'offre aux législateurs suisses et

²² Voy. pour une tentative de hiérarchisation des différents intérêts en cause : H. PETER, *Actionnaires et OPA*, In: *La société anonyme dans ses rapports avec ses actionnaires*, 2001 : Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, pp. 89 et 90.

²³ R. BAHAR, *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions, Une approche systématique*, 2004 : Schulthess, p. 227.

²⁴ Voy. C. BÜHLER, *Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Ziegesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten*, 2002 : Schulthess, p. 18 et les références citées.

²⁵ Voy. A. VIANDIER, *OPA, OPE, et autres offres publiques*, 2006 : Francis Lefebvre, 3^{ème} éd., n° 2041, p. 322 et C. de JALINOT, *OPA/OPE – Défense et obligations d'une société cible*, in : JCP éd. E. n° 4, juillet 2007.

²⁶ Voy. En droit suisse, c'est l'art. 1^{er} OOPA consacre les principes de loyauté et de transparence ainsi que d'égalité de traitement des investisseurs. En droit français, l'art. 231-3 RGAMF prévoit que « en vue d'un déroulement ordonné des offres publiques d'acquisition au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leur surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs de titres des personnes concernées, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition. Voy. également l'ATF 2A.25/2007 du 6 juin 2007 consid. 3.1.1 dans lequel le Tribunal fédéral énonça que les règles de droit public en matière d'offre publique d'acquisition assure la transparence et la loyauté des offres et l'égalité de traitement des investisseurs.

²⁷ Voy. P.-H. CONAC, *Les bons de souscription d'actions « plavix » et les principes généraux des offres publiques*, in : *Rev. des sociétés* 2005, p. 321, n° 8 qui propose de les qualifier de principes d'universalité de la défense.

français : celui d'encadrer ou ne pas encadrer la mise en œuvre des moyens de défense. Les solutions proposées étaient doubles, celles adoptées sont similaires.

5.- Les choix offerts. L'encadrement des mesures de défense peut varier de pays en pays. Mais, deux grands modèles, tous deux d'origine anglo-saxonne, s'opposent en droit comparé. Le premier, issu de la jurisprudence de la Cour suprême du Delaware, est propice à la défense ; tandis que le second, d'origine anglaise, privilégie le désarmement.

Dans le premier modèle, ce sont les organes dirigeants qui ont les cartes en main pour mettre en œuvre des moyens de défense. Toute décision prise par les organes dirigeants de la société est présumée avoir été prise de manière informée, de bonne foi et dans la croyance honnête que l'action a été mise en œuvre dans le meilleur intérêt de la société²⁸. En matière d'OPA, cette présomption trouvera à s'appliquer si le conseil d'administration arrive à démontrer, d'une part, qu'après une investigation appropriée et de bonne foi, il a de bonnes raisons de croire qu'une offre particulière représente un danger pour la politique et l'efficacité de la société et, d'autre part, que les mesures étaient raisonnables par rapport à la menace posée²⁹.

Cette règle se situe aux antipodes de la solution anglaise, dénommée « rule of passivity » ou « règle de neutralité des dirigeants ». Elle prévoit que ceux-ci ne doivent pas entraver l'offre³⁰. Chaque action qu'ils envisagent doit préalablement faire l'objet d'une autorisation de l'assemblée générale³¹. Tant la législation française que la législation suisse se sont orientées vers cette seconde solution.

6.- Les solutions convergentes des droits français et suisse. La convergence des solutions française et suisse s'explique par des raisons historiques.

La Suisse a d'abord connu, à l'image du *City Code on Takeovers and Mergers*, une réglementation non contraignante contenue dans le Code suisse des offres publiques

²⁸ Il s'agit de la *Business Judgment Rule*.

²⁹ Ce principe a été posé par le célèbre arrêt *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, Del. Supr. 493 A.2d 946, *954 (1985). Voy. pour plus de détails notamment : J. A. FANTO, *L'OPA aux Etats-Unis (principes de représentation)*, in : LPA, 22 novembre 1995, n° 140, pp. 16 et ss. Pour une analyse économique des fondements à la règle américaine : Voy. A. BOHRER, *Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland*, 2005 : Schulthess, n° 763 à 770, pp. 335 à 338.

³⁰ General Principle 7 et la règle 21 du *City Code on Takeovers and Mergers* prévoit : « At no time after a bona fide offer has been communicated to the board of the offeree company, or after the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, may any action be taken by the board of the offeree company in relation to the affairs of the company, without the approval of the shareholders in general meeting, which could effectively result in any bona fide offer being frustrated or in the shareholders being denied an opportunity to decide on its merits. »

³¹ Voy. pour plus de détail : D. BATESON, *L'OPA au Royaume-Uni*, in : LPA, 22 novembre 1995, n° 140 pp. 9 et ss.

d'acquisition³². Le but de ce Code était de contribuer à ce que l'offre contienne toutes les informations nécessaires pour permettre aux actionnaires de la société visée de prendre une décision en toute connaissance de cause³³. Il a été abrogé le 31 décembre 1997 avec l'entrée en vigueur de la section de la Loi Fédérale sur les Bourses et les Valeurs mobilières (ci-après : LBVM) relative aux offres publiques d'acquisition³⁴, dont le respect est assuré par la Commission des OPA³⁵. Les sources formelles de la LBVM sont le droit anglais et la directive OPA³⁶. Cette dernière n'était pas encore entrée en vigueur. Aussi étonnant que cela puisse paraître et malgré le refus de la Suisse d'adhérer à l'Union Européenne³⁷, la Confédération Helvétique suit attentivement les évolutions législatives dans l'Union Européenne et transpose certaines directives européenne « à sa guise »³⁸. Il s'agit donc, en quelques sortes d'une transposition de la directive OPA avant l'heure ! L'ironie de l'histoire a voulu que les articles de la directive OPA dont la « transposition » en Suisse était si controversée³⁹, ne soient jamais véritablement entrés en vigueur... La directive OPA a finalement prévu que les États Membres peuvent autoriser les sociétés à ne pas exiger qu'elles appliquent les dispositions relatives aux mesures de défense⁴⁰ : tel est le cas des dispositions qui limitent les pouvoirs des dirigeants en période d'offre⁴¹ ainsi que celles qui rendent

³² Adopté le 1^{er} septembre 1989. Voy. pour l'historique antérieure : M. FELDMANN, op. cit., pp. 40 à 41.

³³ BF 1997, *Réglementation et autoréglementation des banques, bourses, négociants, fonds de placement et marchés financiers en Suisse*, 1997 : L. Thévenoz/U. Zulauf, Schulthess, n° 47-1.

³⁴ Les offres publiques d'acquisition sont aujourd'hui principalement régies par la Loi fédérale suisse sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (Etat le 1^{er} janvier 2008 ; RS 954.1), en particulier, les art. 22 à 33 et l'Ordonnance suisse de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition (Etat le 23 juin 1998 ; RS 954.195.1).

³⁵ art. 23 al. 3 LBVM. Sur la nature juridique et l'organisation juridique de la Commission des OPA Voy. M. SENN, *Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz: Entstehung – Rechtsnatur – Organisation – Ausblick*, in : AJP/PJA 9/97, pp. 1177 à 1184. Toutes les recommandations de la Commission des OPA font l'objet d'une publication sur le site Internet : www.takeover.ch.

³⁶ Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, JOUE 30 avril 2004, n° L. 142/12, ci-après directive OPA.

Voy. R. TSCHÄNI/M. OERTLE, *Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht*, ad art. 21 BEHG n° 4, p. 238. Nombreux sont les auteurs qui ont souligné la « malédiction » qui a poursuivi l'élaboration de cette directive : Voy. H. de VAUPLANE, *Transposition de la directive OPA : bouleversement ou continuité ?*, in : Revue Banque, N° 674, novembre 2005, p. 92 et A. H. LACHAT, *Offres publiques d'acquisition : la directive européenne enfin adoptée*, in : CDBF – Actualités, http://www.unige.ch/droit/cdbf/article.php3?id_article=209 (consulté le 5 mai 2008).

³⁷ Référendum du 6 décembre 1992 ; Voy. http://europa.eu/abc/history/1990-1999/1992/index_fr.htm.

³⁸ Voy. les nombreuses références à la 13^{ème} directive dans le *Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 février 1993*, FF 1993 I 1269 en particulier p. 1315.

³⁹ Voy. FF 1993 I 1280 : « Les critiques émises à l'encontre du projet de loi ont porté essentiellement sur la trop forte restriction de la liberté d'action de la société visée [...]. Ces dispositions dépasseraient largement les exigences d'« eurocompatibilité » de la LBVM ». Voy. sur les débats qui ont agité le législateur : I. FRAUENFELDER, *Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG : eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekontext*, 2001 : Schulthess, p. 103.

⁴⁰ Voy. le consid. 21 ainsi que l'art. 12 de la directive OPA.

⁴¹ Voy. l'art. 9 de la directive OPA.

inopérantes les restrictions qui pourraient être prévues dans les statuts de la société ou dans des accords particuliers⁴². Ainsi, alors que l'uniformité des solutions en Europe est loin d'être atteinte, la Suisse connaît, aujourd'hui, une législation qui depuis dix ans se conforme, en des points cruciaux, sur la législation européenne. Tel est le cas en ce qui concerne l'encadrement des pouvoirs des dirigeants. Il en va néanmoins différemment des mesures de défense statutaires : la législation qui était en vigueur n'a pas été modifiée, car elle avait fait l'objet d'une réforme récente⁴³.

Tout autre a été la situation en France. Elle connaît, en effet, une réglementation en matière d'OPA bien plus ancienne que celle prévue en Suisse et n'a pas, en la matière, connu de législation « non contraignante ». En France, la première législation en matière d'OPA remonte à 1966 et a connu de nombreuses réformes⁴⁴ avant de procéder à la transposition de la Directive OPA par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006⁴⁵ ; l'Autorité des Marchés Financiers étant chargée de fixer les règles relatives aux OPA⁴⁶. Désireux de se montrer « bon élève » européen⁴⁷, elle a procédé à la transposition de l'art. 9⁴⁸ et à une transposition partielle de l'art. 11 de la directive OPA. Mais cette volonté n'était qu'apparente. Elle en profita pour adopter un moyen de défense supplémentaire, dit « bon d'offre », et instaurer un régime particulier, dit « exception de réciprocité », afin d'assurer une égalité des armes pour le cas où une société française ferait l'objet d'une attaque d'un agresseur qui ne serait pas soumis aux restrictions prévues par la législation française⁴⁹. Mais cette transposition « hypocrite » n'est pas passée inaperçue et la commission européenne a eu tôt fait de la remarquer⁵⁰.

⁴² Voy. le consid. 19 et l'art. 11 de la directive OPA.

⁴³ FF 1993 I 1273.

⁴⁴ Par exemple, en matière de défense anti-OPA, la législation française avait été modifiée par l'ordonnance du 24 juin 2004 modifiant l'art. L. 225-129-3 C. com.

⁴⁵ JORF 1^{er} avril 2006. Le Ministre de l'Économie avait mandaté un groupe de travail présidé par J.-F. LEPETIT. La loi est, dans les grandes lignes conforme aux recommandations émises.

⁴⁶ art. L. 433-1 CMF. L'essentiel du régime juridique des offres publiques était, initialement contenu dans le titre V du Règlement général initialement homologué par l'arrêté du 5 novembre 1998 (JO 17 novembre 1998 ; F. AUCKENTHALER, op. cit., p. 427) ; Dans la version actuelle homologuée par arrêté du 27 décembre 2007 (JO 30 décembre 2007), il figure au Titre III du livre II aux art. 231-1 à 238-12 RGAMF. A ce sujet, Voy. O. DOUVRELEUR, *Les principales évolutions réglementaires*, in : RLDA N° 15, avril 2007, P. 71.

⁴⁷ T. BONNEAU, *La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition*, in : JCP éd. G. n° 17, avril 2006, I 134, n° 3.

⁴⁸ Outre la France, 16 pays ont consacré l'obligation de neutralité des dirigeants : Autriche, Chypre, République Tchèque, l'Estonie, la Grèce, l'Hongrie, l'Irlande, La Latvie, la Lituanie, Malte, le Portugal, la Slovaquie, la Slovénie, l'Espagne, la Suède et la Grande-Bretagne ; *Rapport de la commission*, p. 12.

⁴⁹ Voy. O. DUFOUR, *La directive OPA déclenche les passions*, in : LPA, mars 2006 n° 45, p. 4 : l'auteur note que la transposition aurait dû consister en une simple formalité ; mais s'inscrivant dans le cadre d'un patriotisme économique, les enjeux se sont considérablement alourdis, ce qui entraîna l'adoption de ces mécanismes.

⁵⁰ Voy. Commission Report, pp. 6 et 8. Voy. également B. LECOURT, *Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA*, in : Rev. des sociétés 2007, p. 192.

7.- Intérêts de la comparaison. L'intérêt de la comparaison des droits français et suisse en matière de défense anti-OPA peut se résumer en quatre propositions.

Premièrement : éclairer le droit français à l'aune de l'expérience suisse. La doctrine et la jurisprudence suisses sont particulièrement riches en matière d'OPA. Elles sont pourtant peu connues en France. Pourtant, les solutions envisagées par le droit suisse pourraient répondre à certains questionnements de la doctrine française.

Deuxièmement : répondre à des interrogations communes. Nous pouvons remarquer des similitudes entre le droit français et le droit suisse. L'avantage certain d'une lecture comparée tient à la multiplication des solutions envisageables face à un même problème. Certains points ne sont envisagés que de manière succincte en France. Ils posent, pourtant, de véritables complications juridiques dont les conséquences ne sont pas anodines. L'analyse du droit suisse nous a permis de mettre ces difficultés en exergue et de tenter d'y apporter une réponse.

Troisièmement : enrichir le lecteur et proposer des réformes. Le droit suisse s'avère, en effet, à certains égards, riche d'enseignement, en raison du juste milieu qu'il vise à atteindre. Il s'oppose au droit français qui adopte des solutions plus radicales. Le droit suisse peut, ainsi, constituer une source d'inspiration pour d'éventuelles réformes.

Quatrièmement : guider le praticien. Les offres publiques d'acquisition entre sociétés suisses et françaises n'ont pas échappé à l'internationalisation des relations économiques. Peuvent être citées la bataille boursière qui opposa Nestlé à Perrier en 1992 ou, plus récemment, l'intervention de Novartis lorsque Sanofi s'emparait d'Aventis. Dans cette perspective, comprendre et saisir le droit suisse ou le droit français est plus aisé lorsque il est exposé à l'aune de son droit national.

8.- Propositions de problématique. Toute la problématique qui a agité les législateurs suisses, français et européens, puis la pratique⁵¹, a été de savoir quels pouvoirs étaient conférés aux dirigeants dans la mise en œuvre des moyens de défense. Les législations suisse et française ont, à cet égard, choisi de les restreindre : les analyser entraîne des conséquences pratiques importantes. En effet, à défaut de respecter les restrictions légales, l'acte pourra être annulé⁵² et la responsabilité civile des dirigeants engagée⁵³. Quant aux actionnaires, ils sont au

⁵¹ Voy. V. BOCCARA, *Les défenses anti-OPA malmenées par la directive du 21 avril 2004 ?*, in : LPA, novembre 2004 n° 225, p. 3.

⁵² Affirmant clairement la nullité d'une défense prise par le conseil d'administration, sans l'aval de l'assemblée générale ; Voy. la recommandation du 5 décembre 2001, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, crissier*, consid. 1.1. Les tiers bénéficiaires de la mesure ne pourront pas invoquer leur bonne foi pour éviter les conséquences de la nullité en raison de la publicité des

cœur des offres publiques car, tant le droit suisse que le droit français, leur donne le pouvoir de décider si la mise en œuvre de mesures de défense anti-OPA est opportune⁵⁴. Analyser le pouvoir de l'assemblée générale entraîne également des conséquences pratiques importantes : la capacité de la société à effectivement mettre en œuvre des moyens de défense anti-OPA.

9.- Plan. Nous proposons, ainsi, d'examiner dans un chapitre I^{er} le pouvoir encadré des dirigeants et dans un Chapitre IInd le pouvoir élargi de l'assemblée générale dans la mise en œuvre des moyens de défense anti-OPA.

OPA : Voy. Pour le droit suisse : R. TSCHÄNI/J. IFFLAND/H.-J. DIEM, *Öffentliche Kaufangebote*, 2007 : Schulthess, n° 507 p. 239 ; *Contra*, mais incertain : R. TSCHÄNI/M. OERTLE, op. cit., ad art. 29 n° 22. Pour le droit français : A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2114, p. 344.

⁵³ Un préjudice direct des actionnaires pouvant survenir du fait de la rétractation de l'offre par l'offrant faisant suite à la mise en œuvre de la mesure de défense ; un préjudice indirect peut résulter de la vente d'un bien pour une valeur inférieure à sa valeur réelle ; Voy. D. ZÖBL/S. KRAMER, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, n° 328 p. 120. Voy. pour le droit français : J.-J. DAIGRE/P. PORTIER/P.-H. CONAC/B. DONDERO, *Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée*, Option finance n° 798 du 6 septembre 2004, pp. 35 à 37.

⁵⁴ En ce sens, C. B. BÜHLER, op. cit., p. 9 ; N. BOMBRUN/F. MOULIN, op. cit., p. 23.

CHAPITRE I. LE POUVOIR ENCADRÉ DES DIRIGEANTS

10.- Présentation du chapitre. Notre objectif est ici de répondre aux incertitudes encadrant la mise en œuvre des moyens de défense par les dirigeants⁵⁵ en droit français, grâce à la richesse des solutions adoptées par la législation ainsi que par la pratique suisses. Le droit français et le droit suisse poursuivent, en effet, un même objectif : limiter les capacités d'action des dirigeants dans la mise en œuvre des moyens de défense. Mais la solution suisse paraît, à certains aspects, plus pragmatique et plus limpide que la solution française. Ainsi, en droit français, de manière générale, les dirigeants ne peuvent, en période d'OPA, prendre aucune mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre ; tandis qu'en droit suisse, ils ne peuvent prendre aucune décision sur des actes juridiques qui auraient pour effet de modifier de façon significative l'actif ou le passif de la société.

11.- Plan. Afin d'atteindre notre objectif, il est nécessaire d'exposer la solution française (Section 1^{ère}) et les incertitudes qui en résultent, avant d'analyser la solution suisse (Section 2nde).

⁵⁵ Par « dirigeant », nous visons en droit français : « le conseil d'administration, le conseil de surveillance, le directoire, le directeur général ou le directeur général délégué » visés par les articles L. 233-32 I. et III. al. 2 et L. 233-33 al. 2 C. com. ; et en droit suisse, le conseil d'administration. Nous n'exposerons pas, dans le cadre de ce mémoire, la compétence des organes dirigeants en droit commun. Notons simplement que la SA suisse est composée de trois organes ordinaires : l'assemblée générale (art. 692 CO) ; le conseil d'administration, compétente pour la gestion des affaires de la société (art. 716 CO) et l'organe de révision, qui vérifie les comptes annuels et dresse un rapport à l'attention de l'assemblée générale (art. 728 et 729 CO).

A la différence du droit français, le droit suisse ne connaît pas le système dual de direction ; Voy. P. BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, 2004 : Schulthess, 3^{ème} éd., n° 8, p. 1435 pour les raisons du refus.

Pour un aperçu des différents types de direction en droit français Voy. M. COZIAN/A. VIANDIER/F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 2005 : LexisNexis, 18^{ème} éd., n° 611, p. 277 et pour une synthèse de leurs pouvoirs : Voy. F. BASDEVANT, *Pouvoirs du conseil d'administration, du directeur général et du président*, in : RTDF n° 1 – 2007, pp. 72 à 81.

Section 1^{ère}. La solution française :
Une limitation absolue à liberté d'action des dirigeants

12.- Obligation de neutralité des dirigeants. Dans le cadre de la transposition de la directive OPA et sur les recommandations du Rapport LEPETIT⁵⁶, la France a choisi de « neutraliser » les pouvoirs des dirigeants. Avant de critiquer cette transposition (§2.) qui n'était pas obligatoire⁵⁷, nous proposons d'analyser le champ d'application de cette neutralisation (§1.).

§1. Le champs d'application de la limitation

13.- Mise en œuvre préventive vs. répressive. Les pouvoirs des dirigeants se trouvent limités dans la mise en œuvre des moyens de défense anti-OPA et cette limitation peut concerner non seulement l'exécution de mesures résultant de décisions prises avant la période de l'offre (A.) que l'exécution de mesures résultant de décisions prises pendant l'offre (B.).

A. L'exécution de décisions antérieures à l'offre

14.- Aperçu. Tant en droit suisse qu'en droit français, les organes dirigeants conservent leur compétence octroyée par leur droit commun respectif des sociétés pour la mise en œuvre préventive de mesures de défense anti-OPA. Le droit français prévoit néanmoins des limites à ce principe.

15.- Mise en œuvre préventive – Principes convergents. En dehors de la période d'offre publique, une dérogation à la compétence de droit commun des organes dirigeants ne serait pas justifiée et n'est prévue ni par la législation suisse ni par la législation française. Avant la publication de l'offre, les organes dirigeants pourront donc librement décider et mettre en œuvre toutes les mesures de défense qui relèvent de leur compétence⁵⁸ et ce même s'ils savent que l'offre est imminente⁵⁹. Conformément au droit commun, leur action devra être motivée

⁵⁶ Rapport LEPETIT pp. 12 à 15.

⁵⁷ Voy. l'art. 12 de la directive OPA.

⁵⁸ FF 1993 I 1315.

⁵⁹ A. P. RÖTHLISBERGER/E. NÄGELI, *Defending against a Hostile Bid*, 2004 : Schulthess, p. 48.

par l'intérêt social⁶⁰ et respecter les principes généraux du droit des sociétés⁶¹. Dans certains cas, une consultation préalable de l'assemblée générale s'imposera⁶². Dans d'autres, ils pourront agir sans son aval par exemple pour une promesse de cession d'actifs⁶³. La pratique de la Commission des OPA donne d'ailleurs des exemples où la mise en œuvre de moyens préventifs a été couronnée de succès⁶⁴.

16.- Tempéraments prévus par le droit français⁶⁵. Deux tempéraments à la règle de principe sont prévus par le droit français. La première, non visée par la législation suisse, mais pris en compte par la pratique de la Commission des OPA, concerne certaines décisions antérieures des organes dirigeants ; la seconde visent les délégations de compétence.

16.1°.- 1^{er} tempérament : La suspension des décisions antérieures des organes dirigeants.

En droit français, toute décision des organes dirigeants, prise avant la période d'offre, qui n'est pas totalement ou partiellement mise en œuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée générale⁶⁶. Ces trois conditions sont cumulatives⁶⁷. En d'autres termes, la mesure doit ne pas encore avoir été

⁶⁰ Dans un litige opposant une société de gestion de fonds d'investissement et la société dans laquelle elle pris des participations, la Cour d'appel de Paris a jugé que qu'il n'est pas interdit aux dirigeants de société de tenter 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 se défendre : CA Paris 15 mars 2000, JCP éd. E 2000, n° 26, p. 1046, note A. VIANDIER.

En droit suisse, le respect de l'intérêt social résulte de l'art. 717 al. 1^{er} CO qui prévoit que le conseil d'administration doit veiller fidèlement aux intérêts de la société.

⁶¹ Pour le droit suisse : en ce sens, C. GEHRER, *Staurische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen*, 2003 : Schulthess, p. 24 ; R. BAHAR, *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions*, Une approche systématique, 2004 : Schulthess, p. 221 ; R. TSCHÄNI/M. OERTLE (1999), op. cit., ad art. 29 LBVM, n° 18 ; pour le droit français : R. SALOMON, *Les défenses anti-OPA*, in : JurisClasseur Sociétés Traité, Fasc. 2132, 1^{er} janvier 2008, n° 4.

⁶² Parce que elle est compétente au regard du droit commun des sociétés. Tel sera le cas pour une mesure qui nécessiterait une modification du seuil statutaire. Voy. Y. DREANO / C. PERCHET, *Les mesures de défense préventives*, in : Journal des sociétés, mai 2006 N° 32, p. 44.

⁶³ R. BAHAR, op. cit., p. 222 ; Y. DREANO/C. PERCHET, op. cit. p. 44.

⁶⁴ Voy. la recommandation du 24 août 2005, *Offre publique d'achat de Hexagon AB (publ), Stockholm, Suède, et de Edelweiss Holdings ApS, Copenhague, Danemark, sur les actions nominatives de Leica Geosystems Holdings AG, Balgach*.

⁶⁵ Ces tempéraments ne viennent pas à jouer en cas d'application de l'exception de réciprocité. Voy. ce mémoire n° 55 à 56.

⁶⁶ art. L. 233-32 III. al. 2 C. com. Le texte reprend l'art. 9.3 de la directive OPA : « En ce qui concerne les décisions qui ont été prises avant le début de la période visée au paragraphe 2, deuxième alinéa, et qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en œuvre, l'assemblée générale des actionnaires approuve ou confirme toute décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre ».

⁶⁷ H. Le NABASQUE, *Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006*, in : Rev. des sociétés, p. 237, n° 22.

partiellement mise en œuvre⁶⁸, ni s'inscrire dans le cours normal des activités de la société et être susceptible de faire échouer l'offre pour que la réunion d'une assemblée générale soit nécessaire.

16.2°.- 2nd tempérament : La suspension de toute délégation antérieure. Le droit français suspend, pendant l'OPA, les délégations qui auraient pu être accordées par l'assemblée générale avant la période d'offre, pour autant que leur mise en œuvre soit susceptible de faire échouer l'offre⁶⁹. Il ne s'agit pas là d'une nouveauté ; mais la loi n°2006-387 du 31 mars 2006 allège les conditions d'application de la suspension tout en élargissant son champ d'application⁷⁰. Sont désormais visées toutes les délégations prévues par le droit français, qu'il s'agisse de délégation de compétence ou de pouvoir⁷¹.

Hormis ces deux tempéraments, les organes dirigeants conservent donc avant la période d'OPA une certaine latitude d'action. Tel n'est pas le cas pour l'exécution de décisions postérieures à l'offre.

B. L'exécution de décisions postérieures à l'offre

17.- Un principe affirmé : une neutralisation directoriale absolue. En droit français, les organes dirigeants ne peuvent prendre, pendant la période d'offre publique, aucune mesure dont la mise en œuvre est *susceptible de faire échouer l'offre*⁷². Pour ce faire, ils doivent obtenir préalablement l'approbation, la confirmation ou l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires⁷³. Les seules exceptions visées par la législation française concernent : les pouvoirs de nomination ou de révocation ainsi que la recherche d'un chevalier blanc⁷⁴. Mais cette faculté conférée ne constitue pas véritablement une mesure de défense⁷⁵, car elle ne permet pas à la société cible de conserver son indépendance⁷⁶. Elle se fera, dans tous les cas, dévorer !

⁶⁸ Sur l'interprétation que nous proposons de cette hypothèse Voy. *infra* n° 31 et 38.

⁶⁹ art. L. 233-32 III. al. 1^{er} C. com. ;

⁷⁰ H. H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n°26 ; A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 1072, p. 333 ; antérieurement, n'étaient visées que les délégations d'augmentation de capital Voy. A. VIANDIER, *La suspension des délégations d'augmentation de capital en cas d'offre publique*, Rev. Sociétés 2004, p. 784.

⁷¹ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2073, p. 333.

⁷² Art. L. 233-32 C. com.

⁷³ Art. L. 233-32 I. et L. 233-33 al. 2 C. com. en cas d'application de l'exception de réciprocité.

⁷⁴ On peut citer l'exemple de l'OPA de Sanofi sur Aventis, ce dernier tentant de faire entrer dans la bataille Novartis pour contrer l'offre de Sanofi : N. BOMBRUN/F. MOULIN, *op. cit.*, p. 21.

⁷⁵ Rapport MARINI, p. 9 ; *Adde* : M. AUBERT/T. COTTEY/N. RONTCHEVSKY, *Offre publique d'acquisition, la transposition de la directive*, in : RLDA, juin 2006, N° 6, p. 16.

⁷⁶ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2137 p. 357.

18.- Un principe confirmé. Il ne s'agit pas là d'une véritable révolution du droit français ; bien au contraire ! La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 en transposant l'art. 9 de la directive OPA, n'a fait que consacré plus nettement le devoir de neutralité des dirigeants de la société cible⁷⁷. En effet, le droit communautaire avait déjà influencé les normes édictées par la C.O.B.⁷⁸. C'est ainsi que le règlement de cette dernière prévoyait que les dirigeants devaient informer la C.O.B. avant d'accomplir des actes autres que de gestion courante, lorsque ceux-ci n'avaient pas été expressément autorisés par l'assemblée générale réunie pendant l'offre⁷⁹. Or, la doctrine française interprétait ce texte comme interdisant les mesures de défense en cours d'offre, si elles n'avaient pas été autorisées par l'assemblée générale⁸⁰.

19.- Un critère mal défini. Si avant la réforme, les pouvoirs des dirigeants pendant la période d'offre publique étaient mal définis⁸¹, il n'est pas sûr que celle-ci les ait clarifiés. C'est ainsi que la doctrine française souligne le flou entourant le critère utilisé par le législateur français afin de limiter la compétence et les pouvoirs des dirigeants⁸².

⁷⁷ Voy. M.-N. DOMPÉ, *La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres*, in : *Droit des sociétés* n° 11, novembre 2006, Etude 19 pour un aperçu de l'évolution législative en la matière.

⁷⁸ F. LEPLAT, *La réforme du règlement de la C.O.B. relatif aux O.P.A. et les mesures défensives adoptées en cours d'offre*, in : *LPA*, 29 octobre 2002, n° 216, p 4.

⁷⁹ Anciens art. 231-36 RGAMF et art. 4 alinéa 4 du règlement COB 2002-04.

⁸⁰ Voy. P. PORTIER/N. PARTOUCHE, *Les mesures de défense en matière d'offre publique*, in : *Journal des sociétés*, mai 2006, N° 32, p. 32.

⁸¹ H. H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 16.

⁸² En particulier : A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2001, p. 314 et n° 2058 p. 328. et A. PIETRANCOSTA, *Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises*, in : *Lexbase Hebdo*, n° 211 du jeudi 20 avril 2006, Ed. Affaires, 1^{ère} partie.

§2. Une limitation critiquable

20.- Une solution absolue et incertaine. Le critère délimitant le pouvoir des dirigeants en période d'OPA est critiquable. D'une part, en raison du caractère absolu de la solution (A.). Une solution plus pragmatique à l'image de la solution helvétique aurait pu être également transposée. D'autre part, les limitations auraient gagné à être précisées par le législateur (B.).

A. Critiques tenant à l'incertitude de la limitation

21.- Position du problème. La doctrine française et européenne ont souligné les incertitudes du cadre législatif issu de la loi du 31 mars 2006 et de la directive OPA. Si le critère d'« une mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre » constitue le principal questionnement, ce n'est pas le seul ; la notion de « commencement d'exécution » est également incertaine.

22.- « Mesures susceptibles de faire échouer l'offre ». L'incertitude concerne d'une part, le terme de « mesures » et, d'autre part, leur « susceptibilité à faire échouer l'offre ».

22.1°.- L'incertitude encadrant la notion de « mesures ». Les auteurs soulignent les difficultés entourant le terme « mesures » qui n'appartient pas au langage juridique⁸³. Or, les travaux préparatoires de la loi du 31 mars 2006 n'explicitent pas la notion. La doctrine française se réfère afin de l'interpréter à l'art. 9 para. 2 de la directive OPA qui vise toute action susceptible de faire échouer l'offre⁸⁴. Mais une telle indication n'est pas véritablement de nature à permettre une meilleure compréhension de ce que le terme « mesure » doit englober.

22.2°.- L'incertitude de la « susceptibilité de la mesure à faire échouer l'offre ». L'incertitude concerne, d'autre part, le critère qui sert de fondement à la restriction des pouvoirs du conseil d'administration, soit la « susceptibilité de la mesure à faire échouer l'offre » ; incertitude qui est de nature à entraîner un important contentieux⁸⁵.

⁸³ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2001, p. 314 et n° 2058 p. 328. ; A. PIETRANCOSTA, op. cit., *ibidem*.

⁸⁴ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2059, p. 328.

⁸⁵ En ce sens : Intervention de P.-Y. CHABER, In : *Le nouveau régime des offres publiques, transposition de la 13^{ème} directive*, Colloque de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris du 7 juin 2006, p. 15.

Une possibilité d'interprétation est de se référer à la directive qui est à l'origine de la législation française⁸⁶. Le considérant 16 ainsi que l'art. 9 para. 2 de la directive OPA permettraient d'éclairer le flou entourant la notion. Selon le préambule de la directive, les pouvoirs de l'organe d'administration ou de direction de la société visée doivent être limités, afin de les empêcher de se lancer dans des opérations de nature exceptionnelle⁸⁷. Il en résulte que les dirigeants conserveraient une certaine latitude dans leur capacité d'action ; seules les opérations de nature exceptionnelle seraient visées⁸⁸. La lecture du seul texte français pourrait conduire à une interprétation plus étroite ; la référence à la directive nous paraît néanmoins opportune. Elle ne nous éclaire, cependant, qu'imparfaitement sur la capacité d'action des dirigeants. Il en va de même de l'art. 9 para. 2 qui se contente de donner un exemple des mesures visées : « l'émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant ». Notons, en outre, que cet exemple ne trouvera pas à s'appliquer en droit français, en raison de la possibilité offerte à la société cible d'émettre des bons d'offre en période d'OPA.

N'apportant pas véritablement de réponses aux questionnements, la doctrine se réfère aux législations étrangères ; en particulier, aux droits anglais et italiens⁸⁹. Nous pensons, pour notre part, que le droit suisse peut, à cet égard, constituer une véritable source d'inspiration.

B. Critiques tenant au caractère absolu de la limitation

23.- Justifications à la neutralité absolue des dirigeants⁹⁰. Deux lignes directrices ont été avancées pour justifier une telle altération et restriction aux pouvoirs des dirigeants.

23.1°.- Un conflit d'intérêt potentiel. La première tient au conflit d'intérêt potentiel voire latent dans lequel se trouvent les organes dirigeants face à une offre publique d'acquisition. Un conflit d'intérêt existe lorsque les intérêts personnels d'une personne sont en opposition avec des intérêts dont elle a la charge⁹¹. Or, une OPA peut remettre en cause le choix de

⁸⁶ En ce sens, A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2059, p. 329.

⁸⁷ consid. 16 de la directive 2005/25/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition. Voy. Rép. D., n° 318 p. 52 : les auteurs soulignent que la référence fait penser à l'ancienne réglementation française qui limitait l'action des dirigeants à la « gestion courante ».

⁸⁸ En ce sens : E. WYMEERSCH, *Les défenses anti-OPA après la treizième directive commentaires sur l'article 8 de la future directive*, in : Mélanges en l'honneur de Jean Stoufflet, L.G.D.J., p. 399 n° 4.

⁸⁹ Voy. A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2059, p. 329.

⁹⁰ Comme nous le verrons, au final, le système français peut ne pas paraître si absolu en raison de la faculté offerte aux entreprises françaises d'émettre en période d'offre des « bons ».

⁹¹ P.-F. CUIF, *Le conflit d'intérêt, Essai sur la détermination d'un principe juridique en droit privé*, in : RTD Com. 2005, p. 1.

gestion voire le poste des dirigeants de l'entreprise cible⁹². Ainsi, afin de préserver leur position, les dirigeants peuvent vouloir sauvegarder leurs propres intérêts au lieu et place de celui de la société cible et/ou de leurs actionnaires⁹³. La règle non seulement protégerait les actionnaires contre les comportements d'opportunité des dirigeants ; mais en outre se trouverait légitimée par le vote de l'assemblée générale ; car ils sont les destinataires exclusifs de l'offre⁹⁴.

23.2°.- Efficience économique. Les mesures de défense constitueraient des entraves injustifiées à la fluidité des marchés de capitaux et à la réorganisation des entreprises⁹⁵. Accroître les OPA en neutralisant les pouvoirs des dirigeants permettrait de préparer la « richesse de demain »⁹⁶.

24.- Appréciations. Si nous comprenons les objectifs ainsi que les justifications prônés par les législateurs français et européens, nous ne pouvons nous rallier à une prise de position si radicale ; interdisant aux organes dirigeants de mettre en œuvre toute mesure susceptible de faire échouer l'offre, sans l'approbation préalable de l'assemblée générale.

24.1°.- Conflit d'intérêts : Prévention plutôt que répression. La prévention d'un conflit d'intérêt ne passe pas nécessairement par une interdiction ; bien plus, pour reprendre les termes du Professeur D. SCHMIDT, « Prévenir les conflits d'intérêts, c'est d'abord les révéler »⁹⁷. Ainsi, le droit français aurait-il pu conférer une certaine marge d'action aux organes dirigeants, tout en l'encadrant ; et cet encadrement pourrait commencer par exiger, à l'instar du droit suisse, que les organes dirigeants de la société cible établissent dans leur rapport l'existence ou l'absence de conflit d'intérêts⁹⁸. Le droit suisse prévoit, en effet, que le

⁹² Rapport LEPETIT, p. 12.

⁹³ En ce sens : M. LUBY / M. MENJUCQ, V° *Offres publiques d'acquisition (OPA)*, - Directive n° 2004/25 du 21 avril 2004, in : JurisClasseur Europe Traité, 05, 2005, n° 13.

⁹⁴ Voy. les positions prises par la Commission Staff Working Document, Report on the implementation offre publique d'acquisition the Directive on Takeover Bids, Commission Staff Working Document, 21 février 2007, p. 5 ainsi que par Rapport LEPETIT, p. 14.

⁹⁵ Voy. également J.-M. MOULIN, *La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la Directive OPA du 21 avril 2004*, in : JCP éd. E., 27 avril 2006, n° 17, 1651 qui estime que les OPA sont vues d'un bon œil dans la littérature économique en raison, d'une part, du stimulus procuré aux dirigeants par la crainte qu'elles peuvent procurer et le caractère exogène fourni aux actionnaires.

⁹⁶ Rapport LEPETIT, p. 12.

⁹⁷ D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, 2003 : Joly éd., p. 39. – Adde H. Le NABASQUE, *Le droit civil des affaires. Rôle et place des mécanismes du droit civil en droit des affaires, Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés*, in : RTD Com. 1999 p. 273.

⁹⁸ Aucune mention n'est faite, à l'art. 231-19 RGAMF sur la révélation d'un éventuel conflit d'intérêt les dirigeants de la société cible.

rapport établi par le conseil d'administration aux actionnaires doit préciser si certains membres du conseil d'administration ou de la direction supérieure ont un conflit d'intérêts ; si celui-ci est avéré, doivent alors être précisées les mesures prises par la sociétés cible afin d'éviter qu'un tel conflit d'intérêts ne lèse les destinataires de l'offre⁹⁹. A cet égard, la directive OPA elle-même semble lacunaire : elle exige, en effet, un avis motivé sur l'offre comprenant notamment les répercussions de celle-ci sur l'ensemble des intérêts de la société ; mais non l'indication d'éventuels conflits d'intérêts¹⁰⁰. Cette revendication ne bouleverserait d'ailleurs pas profondément le droit français ; de telles exigences existant déjà notamment pour les membres de l'AMF¹⁰¹.

24.2°.- Entre pouvoir et devoir. L'interdiction sous-entend que les dirigeants seraient dans l'incapacité des dirigeants d'apprécier l'opportunité de la mise en œuvre d'une mesure de défense¹⁰². Pourtant, l'encadrement de l'action des dirigeants aurait pu intervenir par le biais des règles de *corporate governance* et les principes y afférents. On pourrait penser au devoir de loyauté auquel la Cour de cassation soumet les dirigeants en particulier dans le cadre des cessions d'action¹⁰³. L'application de ces principes pourrait constituer un encadrement à l'action des dirigeants, afin d'éviter que ceux-ci ne privilégient leurs propres intérêts à ceux de la société ou des actionnaires¹⁰⁴.

⁹⁹ articles 29 al. 1^{er} et 31 al. 1^{er} et 3 OOPA. Le rapport doit, en particulier indiquer si certains membres ont des accords ou des liens particuliers avec l'offrant ; s'ils ont été nommés sur sa proposition ; ou, si leur nomination doit être renouvelée par l'offrant (art. 31 al. 2 OOPA). Une telle mention n'est pas exigée par le règlement générale de l'AMF ; l'art. 231-10, 4^o RGAMF prévoyant simplement que la note en réponse de la société visée mentionne l'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires ou ses salariés.

¹⁰⁰ Voy. l'art. 9 para. 5 de la directive OPA.

¹⁰¹ Voy. L'art. L. 621-4, I., 1^o à 3^o CMF que exige que les membres de l'AMF doivent informer le président des intérêts qu'il a détenus au cours des deux ans précédant sa nomination, qu'il détient ou vient à détenir, des fonctions dans une activité économique ou financière qu'il a exercées au cours des deux années précédant sa nomination ainsi que tout mandat au sein d'une personne morale qu'il a détenu au cours des deux années précédant sa nomination. Cette exigence a, néanmoins suscité des difficultés d'application, voy. D. SCHMIDT, op. cit., p. 42.

¹⁰² I. FRAUENFELDER, op. cit., p. 107 ; dans le même sens : A. PIETRANCOSTA, op. cit., 1^{ère} partie ; F. PELTIER/F.M. LAPRADE, *Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée*, in : Bull. Jolly Bourse, 1^{er} septembre 2004 n^o 5, p. 610 ; *contra* : Y. DREANO/C. PERCHET, op. cit., p. 42.

¹⁰³ Cass. Com. 27 février 1996, Vilgrain, Bull. civ. IV, n^o 65, D. 1996 p. 518, note Ph. MALAURIE. Voy. pour une application récente, Cass. Com. 28 novembre 2006, Rev. sociétés 2007, note de L. GODON, pp. 519 et ss ; où la preuve du devoir de loyauté faisait néanmoins défaut.

¹⁰⁴ En ce sens : Rapport GAILLY, p. 13. Voy. également, A. PIETRANCOSTA, op. cit., *ibidem*.

Bien plus, la question aurait ainsi dû être celle qui porte sur le point de savoir si les organes dirigeants sont tenus de défendre la société face à une OPA hostile¹⁰⁵ : à cet égard, le droit suisse apporte une solution : en effet, le conseil d'administration devant veiller fidèlement aux intérêts de la société¹⁰⁶, il aura le devoir de prendre les mesures de défense adéquates, si l'OPA met en péril l'intérêt social ou si elle lèse les actionnaires¹⁰⁷. La directive OPA semble également aller en ce sens : elle prévoit, en effet, que l'organe d'administration ou de direction de la société visée agisse dans l'intérêt de la société dans son ensemble¹⁰⁸. Or, pour pouvoir agir de la sorte, une certaine latitude d'action doit être conférée aux dirigeants. Nous ne pouvons que remarquer la contrariété des solutions quant aux objectifs poursuivis. Le droit français restreint d'un côté les pouvoirs des dirigeants à tel point que l'on peut se demander s'ils peuvent encore continuer à gérer la société en période d'OPA, et d'un autre côté, comme nous le verrons, il leur permet, sous certaines conditions, d'émettre des bons d'offre dont la décision d'émission devra être soumise à une évaluation ; probablement à la *business judgment rule* telle qu'elle est appliquée en Suisse¹⁰⁹. Nous ne pouvons que relever l'incohérence du système mis en place.

24.3°.- Une remise en cause de l'efficience économique. Quant à l'appréciation économique, il n'est pas sûr qu'une limitation absolue des dirigeants permette d'assurer un gain économique des entreprises en cause et, en particulier, de la société cible¹¹⁰. Nous ne rentrerons pas dans les détails des considérations économiques, mais souhaitons souligner que la position des économistes n'est pas aussi claire que certains l'ont laissée entendre. Ainsi, d'un point de vue microéconomique, un gain n'existera que si les deux sociétés ont une valeur économique plus importante ensemble que séparément ; ce qui nécessitera une *cost-benefit analysis*¹¹¹. Du point de vue macroéconomique, la question est plus que controversée chez les économistes¹¹². Malgré les controverses, en revanche, ils s'accordent sur un point : une

¹⁰⁵ Voy. les interrogations de A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2041, p. 322 ainsi que celles de C. de JALINOT, *OPA/OPE – Défense et obligations d'une société cible*, in : JCP éd. E. n° 4, juillet 2007.

¹⁰⁶ art. 717 al. 1^{er} CO.

¹⁰⁷ R. BAHAR, op. cit., p. 227 ; D. ZOBL, *Rechtsstellung der Zielgesellschaft bei öffentlichen Kaufangeboten*, in : RSDA numéro spécial 1997, p. 66.

¹⁰⁸ art. 3 para. 1. c) de la directive OPA.

¹⁰⁹ Sur les modalités d'application de la *Business Judgment Rule* en droit suisse, Voy. P. BÖCKLI, op. cit., n° 582 à 595, pp. 1623 à 1626.

¹¹⁰ La commission est d'ailleurs consciente de cette incertitude : Voy. *Commission Report*, p. 1.

¹¹¹ R. A. BREALEY/S. C. MYERS, *Principles of Corporate Finance*, 2000 : Irwin McGraw-Hill, 6^{ème} éd., pp. 950 à 955.

¹¹² Voy. L'étude fournie par le Rapport GAILLY, annexe 3, pp. 35 à 37.

défense active de la société cible permet d'augmenter les gains des actionnaires, destinataires de l'offre¹¹³.

25.- La nécessité d'une position plus pragmatique. Une solution pragmatique consisterait à limiter les pouvoirs des dirigeants en période d'OPA, tout en conférant aux dirigeants une certaine marge de manœuvre ; ne serait-ce que pour continuer à gérer la société¹¹⁴. Telle est la solution retenue par la législation suisse qui pourrait servir de soutien à une éventuelle interprétation jurisprudentielle des dispositions controversées.

¹¹³ R. A. BREALEY/S. C. MYERS, op. cit., p. 970.

¹¹⁴ La lettre même de la loi française conduit à s'interroger sur une telle possibilité.

Section 2^{nde}. La solution suisse : Une limitation tempérée à la liberté d'action des dirigeants

26.- Une convergence de motivation. Contrairement à la France, il n'existe pas, en droit positif suisse, de limitation radicale à toutes mesures de défense qui pourraient être mises en œuvre par le conseil d'administration en cours d'offre¹¹⁵. Mais les mêmes craintes liées aux conflits d'intérêts potentiels¹¹⁶ ainsi que les mêmes motivations quant à la légitimité conférée par une approbation des actionnaires¹¹⁷ ont conduit à une restriction des pouvoirs du conseil d'administration ; celui-ci ne pourra pas pendant cette période exercer certaines de ses attributions inaliénables et intransmissibles¹¹⁸.

27.- Une divergence de critères. Mais dans une volonté de concilier la liberté d'action des dirigeants et la limitation à leurs pouvoirs¹¹⁹, la législation suisse prévoit que : « les organes dirigeants ne peuvent pas prendre de décisions sur des actes juridiques qui auraient pour effet de modifier de façon significative l'actif ou le passif de la société »¹²⁰. Mises en œuvre en l'absence d'une décision de l'assemblée générale, de telles mesures deviennent illicites¹²¹ et

¹¹⁵ Voy. P. NOBEL, *13. Richtlinie der EU betreffend Übernahmeangebote im Vergleich zur schweizerischen Rechtsordnung*, in : *Mergers & Acquisitions VIII*, Schulthess 2006, p. 54 ; également en ce sens : R. BAHAR, op. cit., p. 206 qui fait également remarquer que l'art. 20 al. 2 AP-LBVM correspondant à l'actuel art. 29 al. 2 prévoyait que : « Toute mesure de la société visée ayant pour but de prévenir ou d'empêcher le succès d'une offre doit avoir été expressément autorisée par l'assemblée générale pour une durée de deux ans, sous peine de nullité ». Ce qui aurait été plus proche de la conception française. Une telle solution a été rejetée au profit de l'actuelle, dans un souci d'équilibre entre la restriction perçue comme nécessaire et la liberté d'action des dirigeants.

¹¹⁶ FF 1993 I 1315. Voy. également D. ZOBL, op. cit., p. 65.

¹¹⁷ Voy. notamment la recommandation I de la Commission des OPA du 11 octobre 2001, *Offre publique d'acquisition de Hansa AG, Bâle, pour 375'000 frs. des actionnaires de ENR Eastern Natural Resources SA, Genève*, consid. 1.

¹¹⁸ art. 716a al. 1^{er} ch. 1 CO. Voy. R. Von BÜREN/T. BÄHLER, *Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, Ein weiteres Kapitel in der Discussion um die Einheit des Aktienrechts*, in : *AJP/PJA* 4/96, p. 400 : qui considèrent que les dirigeants devront continuer à gérer l'entreprise dans ses activités habituelles mais que celles-ci sont plus larges que ses attributions inaliénables et intransmissibles. Voy. également U. BERSCHINGER, *Zu den börseseztlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung beim Unternehmensübernahmen*, in : *SJZ* 94 (1998) Nr. 15, p. 330 : qui considère que malgré les restrictions légales, c'est le conseil d'administration qui demeure, par principe, compétent pour mettre en œuvre des moyens de défense.

¹¹⁹ Comme nous l'avons souligné, tel semble également être l'objectif poursuivi par la directive OPA.

¹²⁰ art. 29 al. 2, 1^{ère} phrase LBVM.

¹²¹ art. 35 al. 2 OOPA et 29 al. 2, 2^{ème} phrase LBVM. L'art. 29 al. 3 LBVM au sens de l'art. 36 OOPA vise, quant à lui, les mesures de défense inadmissibles qui violent manifestement le droit des sociétés et qui ne peuvent jamais être mises en œuvre. Elles seront discutées dans le cadre de l'encadrement au pouvoir décisionnel de l'assemblée générale. Voy. *infra* n° 66 à 69.

sont donc nulles¹²². *A contrario*, sont licites les mesures de défense qui ne modifient pas de manière significative l'actif ou le passif de la société visée. Le conseil d'administration conserve donc une certaine latitude pour gérer la société et protéger les intérêts de cette dernière et des actionnaires, si besoin en est.

28.- Plan. Le droit suisse peut constituer un point de référence à une interprétation jurisprudentielle des dispositions françaises. A cet effet, une analyse de la solution suisse (§1.) précédera une proposition d'interprétation (§2.).

§1 : L'analyse de l'expérience suisse

29.- Aperçu. L'étude de la limitation retenue par le droit suisse nécessite une analyse des différences entre les droits suisse et français (A.) ; étude qui nous permettra d'éclairer le droit français sous certains aspects. Nous étudierons, ensuite, les précisions apportées par l'ordonnance sur les OPA (B.).

A. Les différences avec le droit français

30.- Rappel. Rappelons que le droit français prévoit que les dirigeants ne peuvent prendre aucune mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre ; le droit suisse que le conseil d'administration de la société visée ne peut prendre de décisions sur des actes juridiques qui auraient pour effet de modifier de façon significative l'actif ou le passif de la société. On remarque deux différences avec le droit français. La première n'est qu'apparente ; mais permet d'éclairer certaines interrogations de la doctrine française.

31.- « Mesures » v. « décisions sur des actes juridiques ». La LBVM ne vise à priori, de manière juridiquement plus correcte que la législation française, non pas des « mesures » mais des « décisions sur des actes juridiques ». Cette notion doit néanmoins être interprétée largement, car elle doit être lue en conjonction avec l'ordonnance¹²³ qui vise les « mesures de

¹²² Recommandation du 5 décembre 2001, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, crissier*, consid. 1.1.

¹²³ Le chapeau de l'art. 35 OOPA vise : « Mesures de défense illicites ».

défenses illicites »¹²⁴ : sont donc comprises non seulement les actes générateurs d'obligations et les actes de dispositions, mais également toutes les activités du conseil d'administration qui pourraient influencer sur le passif et l'actif de la société cible¹²⁵. Tout comportement du conseil d'administration est susceptible de constituer de telles mesures ; peu importe la forme que cette mesure prend dans un cas particulier¹²⁶.

La question de savoir si les décisions prises par le conseil d'administration antérieurement à l'offre publique d'acquisition, mais mises en œuvre postérieurement devaient être soumises à la restriction légale était controversée en doctrine. La Commission des OPA a tranché d'une manière qui pourrait éclairer le droit français. Dans une recommandation du 22 juin 2005¹²⁷, elle a considéré que les mesures décidées antérieurement à l'offre, ne peuvent pas être mises en œuvre postérieurement à celle-ci par les organes dirigeants de la société cible. Elles sont donc soumises à la restriction légale. Tel est le principe. Il en va différemment, lorsque le contrat ou les actes juridiques ont atteint un tel niveau de concrétisation ou ont déployé de tels effets que leur rupture engagerait la responsabilité de la société cible ou l'endommagerait notamment en raison de l'atteinte à sa réputation. Cette interprétation pourrait, selon nous, délimiter le champ d'application des mesures prises par les organes dirigeants qui ne seraient pas « partiellement ou totalement mises en œuvre » lors d'une OPA¹²⁸.

32.- Modification significative de l'actif ou du passif de la société. La seconde différence est importante en ce qu'elle constitue le fondement à la limitation des pouvoirs et à la compétence du conseil d'administration dans la mise en œuvre « à chaud » des moyens de défense anti-OPA. Le critère suisse qui réside dans l'interdiction faite au conseil d'administration de prendre des mesures qui entraîneraient une modification significative de l'actif ou du passif de la société, semble, *à priori*, plus large que le critère français. En interprétant le droit français à la lumière de la directive et en prenant en considération les

¹²⁴ Recommandation du 22 juin 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Hexagon AB (publ), Stockholm, Suède et de Edelweiss Holdings ApS, Copenhague, Danemark aux actionnaires de Leica Geosystems Holdings AG, Balgach*, consid. 2.5.

¹²⁵ R. BAHAR, *op. cit.*, p. 221.

¹²⁶ Recommandation du 26 septembre 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'achat de SikaAG, Baar, sur toutes les actions nominatives qui se trouvent dans le public sur Sarna Kunststoff Holding AG*, consid. 6.3.

¹²⁷ Recommandation du 22 juin 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Hexagon AB (publ), Stockholm, Suède et de Edelweiss Holdings ApS, Copenhague, Danemark aux actionnaires de Leica Geosystems Holdings AG, Balgach*, consid. 2.5. ; pratique confirmée par la suite : Voy. la Recommandation I du 13 octobre 2006, *Offre publique d'acquisition de OC Oerlikon Corporation AG, Pfäffikon, ayant son siège à Freienbach (auparavant Unaxis Holding AG), aux actionnaires de Saurer AG ayant son siège à Arbon*, consid. 1.2.

¹²⁸ Mesures visées par l'art. L. 233-32 III al. 2 C. com. Voy. *infra*, n° 38.

précisions apportées par la législation suisse tel ne semble pas être le cas. En effet, comme nous l'avons vu, l'objectif de la directive est de restreindre la capacité des dirigeants, en période d'OPA, seulement en ce qui concerne les opérations de nature exceptionnelle.

L'avantage du critère suisse réside dans le fait qu'il ne pose pas une interdiction générale et absolue, qui se contenterait de définir de manière vague les moyens de défense en général. Il s'agit, au contraire, d'un critère objectif qui vise à assurer un juste équilibre entre liberté d'actions des organes dirigeants et prévention des conflits d'intérêt¹²⁹.

Ce critère de « modification significative de l'actif ou du passif » de la société visée pourrait, à notre avis, constituer l'un des critères permettant de déterminer si une mesure est « susceptible de faire échouer l'offre »¹³⁰. Dans cet optique, il doit être précisé et complété.

B. La précision du critère suisse

33.- Précisions prévues par l'ordonnance sur les OPA. L'ordonnance sur les OPA précise les mesures qui sont réputées conduire une modification significative de l'actif ou du passif de la société¹³¹. L'article vise quatre situations qui ne sont toutefois pas limitatives¹³² et qui posent une présomption des mesures de défense qui ne peuvent être mises en œuvre par le conseil d'administration sans l'approbation de l'assemblée générale¹³³.

Nous remarquerons que si les deux premières précisions apportées par l'ordonnance sont d'une importance particulière dans l'interprétation du droit français à la lumière du droit suisse ; tel n'est, en revanche pas le cas des deux dernières.

34.- Présomptions utiles pour l'interprétation du droit français. Les deux premières présomptions retenues par l'ordonnance sur les OPA peuvent utilement éclairer le droit français : il s'agit de la modification de plus de 10% de la somme du bilan ainsi que la vente d'un objet principal.

¹²⁹ Voy. en ce sens : R. BAHAR, op. cit., p. 216 ; I. FRAUENFELDER, op. cit., p. 107 ; et R. Von BÜREN/T. BÄHLER, op. cit., p. 400

¹³⁰ au sens des articles L. 233-32 I. et III al. 2 et L. 233-33 al. 2 C. com.

¹³¹ art. 35 al. 2 OOPA.

¹³² L'art. 35 al. 2 prévoit que sont *notamment* illicites [...]. La doctrine majoritaire est en ce sens ; Voy. R. WATTER, *Pflichten und handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen*, in: *Mergers & Acquisitions IV*, Schulthess, 2002, p. 14 ; R. TSCHÄNI/J. IFFLAND/H.-J. DIEM, n° 487, p. 230 ; A. P. RÖTHLISBERGER/E. NÄGELI, op. cit. p. 53.

¹³³ L'art. 29 al. 2 et l'art. 35 al. 2 let. a à d concernent les pouvoirs du conseil d'administration. La compétence de l'assemblée générale n'est pas visée par ces limitations : C. GEHRER, *Abwehrmassnahmen bei unfreundlichen Übernahmeversuchen*, in : *Der Schweizer Treuhänder* 5/02, p. 479.

34.1°.- La modification de plus de 10% de la somme du bilan. La vente ou l'acquisition d'actifs de l'entreprise pour une valeur ou un prix représentant plus de 10% de la somme du bilan sont présumées constituer une modification significative de l'actif ou du passif de la société visée¹³⁴. Peu importe que la société cible ne présente pas de bilan détaillé pour une filiale liquidée, car seule la valeur commerciale importe ; la valeur portée au bilan n'étant pas décisive¹³⁵. Rentrera dans cette catégorie, par exemple la conclusion d'une facilité de crédit à des fins de refinancement lorsque sa valeur excède 10% de la somme du bilan¹³⁶.

Il en résulte qu'une *Scorched Earth Policy*¹³⁷ ou qu'une défense *pac-man*¹³⁸ ne pourra pas être mis en œuvre pour les organes dirigeants sans l'aval de l'assemblée générale. Il en va de même du rachat par la société de ses propres actions dès lors que celle-ci modifie de manière significative la valeur de l'entreprise¹³⁹.

34.2° a.- Vente de l'objet principal. Est également présumée constituer une mesure de défense illicite la vente ou l'engagement de parties de l'entreprise ou de valeurs immatérielles constituant l'objet principal de l'offre et indiquées comme tel par l'offrant¹⁴⁰. Deux différences peuvent être mises en exergue par rapport à la première présomption¹⁴¹.

D'une part, en cas de vente d'un objet considéré comme principal, la limitation de 10% n'est pas applicable¹⁴². En d'autres termes, le conseil d'administration ne peut pas vendre un objet considéré comme principal, même si la valeur ou le prix de ce dernier est inférieur à 10% de la somme du bilan. Il s'agit donc de vérifier d'abord si la mesure entraîne une modification de

¹³⁴ art. 29 al. 2 LBVM et 35 al. 2 let. a OOPA.

¹³⁵ Recommandation III du 5 décembre 2001, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier*, consid. 3.2.

¹³⁶ Voy. la Recommandation du 13 octobre 2006, *Offre publique d'acquisition de OC Oerlikon Corporation AG, Pfäffikon, pour toutes les actions nominatives qui se trouvent dans le public de Saurer AG ayant son siège à Arbon*, consid. 1 et 2.

¹³⁷ La « *Scorched Earth policy* » désigne, d'une part, une large politique de vente de parties intéressantes de l'entreprise et, d'autre part, une bataille de propagande à l'encontre de l'offrant sans ménagement ; P. NOBEL, *Sweizerisches Finanzmarktrecht*, 2004 : Stämpfli, 2^{ème} éd., n° 348, p. 973. Seule la première hypothèse est visée par la disposition.

¹³⁸ La défense *pac-man* consiste pour la société cible à faire une contre-offre afin d'acquérir les actions de l'offrant : A. P. RÖTHLISBERGER/E. NÄGELI, op. cit., pp. 52 et 79.

¹³⁹ R. TSCHÄNI/J. IFFLAND/H.-J. DIEM, op. cit., n° 488, p. 230 – Adde R. TSCHÄNI/M. OERTLE, *Kommentar zum Kapitalmarktrecht*, art. 29 n° 11 p. 303. Voy. à ce sujet A. WELTI, *Aktienrückkauf*, 2002 : Versus, en particulier le n° 4.3.7, pp. 125 à 127.

¹⁴⁰ art. 35 al. 2 let. b OOPA.

¹⁴¹ R. TSCHÄNI, *M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht*, 2003 : Schulthess, n° 24, p. 404.

¹⁴² La doctrine s'était, antérieurement, demandée, si la vente d'un objet principal prévu par l'art. 35 al. 2 let. b était possible si le seuil de 10% n'était pas dépassé : C. GEHRER, *Abwehrmassnahmen*, p. 481. La COPA a répondu par la positive : Recommandation III du 3 août 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Sumida Holding Germany GmbH, Neumarkt, Allemagne et de Gatebrook Limited, Nicosie, Chypre, pour toutes les actions nominatives se trouvant dans le public de Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten*, consid. 9.2.

plus de 10% ; à défaut, si la mesure entraîne une modification inférieure à 10%, il faut vérifier s'il s'agit d'un objet principal¹⁴³.

D'autre part, à la différence de la première présomption, il y a ici un élément subjectif qui est pris en compte, car une indication par l'offrant, lors du dépôt de l'offre est nécessaire¹⁴⁴.

34.2°b.- Conditions. Selon la pratique de la Commission des OPA, les éléments patrimoniaux constituant l'objet principal de l'offre doivent pouvoir être déterminés de façon objective. Tel sera notamment le cas, si une comptabilité distincte est tenue pour l'une des divisions en vertu des normes comptables applicables. Les éléments patrimoniaux doivent avoir une certaine importance : ainsi la liquidation d'une société non rentable, à condition que cette liquidation ne soit pas assimilable à une aliénation ne représente pas une part essentielle de l'entreprise¹⁴⁵.

Enfin, une partie de l'entreprise dont la vente aurait déjà été décidée peut constituer un objet principal de l'offre¹⁴⁶ ; sauf lorsque la rupture des conditions de ventes conduirait à engager la responsabilité civile de la société cible¹⁴⁷.

35.- Présomptions inutiles pour le droit français. Deux présomptions s'avèrent, en revanche, inutiles pour le droit français : tel est le cas des parachutes dorés ainsi que de l'émission d'actions de titres de capital.

35.1°.- Parachutes dorés. Selon l'ordonnance sur les OPA, constituent également des mesures de défense illicites la conclusion avec les administrateurs ou les membres de la direction supérieure de contrats prévoyant des compensations inusuellement élevées pour leur départ¹⁴⁸. Cette disposition, dont la pertinence est discutée par la doctrine suisse¹⁴⁹, est d'une

¹⁴³ La Commission des OPA ne l'affirme pas explicitement, mais la démarche se déduit implicitement : Voy. la recommandation du 22 juin 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'achat de Hexagon AB (publ), Stockholm, Suède, et de Edelweiss Holdings ApS, Copenhague, Danemark, sur les actions nominatives de Leica Geosystems Holdings AG, Balgach*, consid. 2.3.

¹⁴⁴ Voy. R. TSCHÄNI/M. OERTLE, op. cit., ad art. 29 n° 12 p. 303. Seul le critère objectif nous intéresse ici. Précisons qu'une telle indication n'est pas prévue par le RGAMF ; Voy. les art. 231-9 et 231-10 RGAMF. Le critère subjectif, correspondant à l'indication par l'offrant dans la publication de l'offre des parties de l'entreprise constituant l'objet principal de l'offre. Il s'agit d'une condition suspensive soumise à l'art. 13 OOPA dont l'al. 1^{er}, 1^{ère} phrase prévoit que l'offre ne peut être soumise qu'à des conditions suspensives sur l'accomplissement desquelles l'offrant ne peut pas exercer d'influence déterminante. Il s'agit de l'interdiction des conditions potestatives. Pour plus de détail sur les conditions de validité de ces clauses ; Voy. C. SCHÄRER, *Bedingungen Öffentlicher Übernahmeangebote*, in : Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, 2005 : Schulthess, pp. 71 à 90.

¹⁴⁵ Recommandation de la Commission des OPA du 16 juillet 2001, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier*, consid. 2.1.1 et 2.1.2.

¹⁴⁶ R. TSCHÄNI/ J. IFFLAND/ H.-J. DIEM, op. cit., n° 494, p. 232.

¹⁴⁷ Voy. *supra* : n°31.

¹⁴⁸ art. 35 al. 2 let. c. OOPA.

efficacité réduite, car de tels accords sont mis en place antérieurement à la publication de l'offre. Face à ces difficultés, la commission des OPA¹⁵⁰ a considéré qu'une indemnité de plus de huit millions de frs. constituait une mesure de défense, non pas illicite, mais inadmissible¹⁵¹ qui ne pouvait pas être mise en œuvre par les organes dirigeants.

35.2°.- L'émission d'action. Lorsque la décision de l'assemblée générale créant le capital autorisé ne prévoit pas expressément l'émission d'actions en cas d'offre publique, l'émission d'actions sans droit préférentiel de souscription des actionnaires est présumée constituer une mesure de défense conduisant à une modification significative des avoirs de la société cible. La même règle s'applique à l'émission d'obligations convertibles ou à option sur la base du capital conditionnel, sans droit prioritaire de souscription¹⁵². Cette hypothèse rejoint celle visée par le droit français dans le cadre des bons d'offre et sera donc discutée ultérieurement¹⁵³.

¹⁴⁹ Notamment en raison du fait de savoir ce qu'il faut comprendre par « inusuel » ; sur cette notion, voy. I. FRAUENFELDER, op. cit., p. 118.

¹⁵⁰ Recommandation du 23 août 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Sumida Holding Germany GmbH, Neumarkt, Allemagne et de Gatebrook Limited, Nicosie, Chypre, pour toutes les actions se trouvant dans le public de Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten*, consid. 1.3.4.

¹⁵¹ Voy. pour la notion de mesures inadmissibles, *infra*, n° 65 à 69.

¹⁵² art. 35 al. 2 let. c OOPA.

¹⁵³ Voy. *infra*, n° 42 et 43. Pour les délégations Voy. *infra*, n° 60.

§2 : L'apport de l'expérience suisse

36.- Approche : Retenir l'utile ; rejeter l'inutile. Notre objectif est ici d'éclairer le droit français. Il s'agit donc du cœur du Chapitre Ier. Les solutions suisses peuvent constituer un outil de clarification du droit français. Pour ce faire, elles doivent être adaptées. Nous tenterons, ainsi, d'interpréter, dans un premier temps, les incertitudes des dispositions françaises à l'aune de l'expérience suisse (A.). Nous envisagerons, ensuite, les dispositions qui doivent être écartées (B.).

A. L'interprétation du droit français à l'aune de l'expérience suisse

37.- Prise de position. Nous avons souligné le flou entourant la notion de « mesures susceptibles de faire échouer l'offre ». Trois approches peuvent permettre d'interpréter la notion. La première consiste à retenir un critère quantitatif. La deuxième consiste à considérer la situation du point de vue de l'offrant ; et l'impact que celle-ci pourrait avoir sur ce dernier. Mais comme l'a justement fait remarquer P.-Y. CHABERT, une telle définition se trouve impossible à mettre en œuvre¹⁵⁴ tel quel. Une troisième approche, multicritère, consiste à prendre plusieurs facteurs en fonction des circonstances.

Pour notre part, à la lumière de l'expérience suisse, nous proposons de retenir une approche multicritère ; mais en privilégiant un seuil objectif permettant d'assurer, par ce biais, une sécurité juridique nécessaire aux dirigeants de la société cible.

38.- Critère principal de délimitation des pouvoirs des dirigeants. Toute mesure qui entraînerait une modification significative de l'actif ou du passif de la société cible serait présumée constituer une mesure dont la mise en œuvre serait susceptible de faire échouer l'offre au sens des articles L. 233-32 I. et III. al. 1 et 2 et L. 233-33 al. 2 C. com. Une modification significative s'entendrait de celle ayant pour conséquence de modifier pour plus de 10% la consistance de la cible. Ainsi, le conseil d'administration ne pourrait pas exiger de la direction que cette dernière mette en œuvre, en période d'offre publique, des décisions qui auraient pour conséquence d'influencer, dans une telle proportion, sur l'actif ou le passif de la

¹⁵⁴ P.-Y. CHABERT, *op. cit.*, p. 15.

société. Une telle mesure serait simplement interdite¹⁵⁵. Ainsi, à l'image du droit suisse, une défense *pac-man* ne pourra pas être mise en œuvre sans l'aval de l'assemblée générale¹⁵⁶. A cet égard, il serait nécessaire de modifier l'art. 232-11 al. 2 du Règlement Général de l'AMF qui prévoit actuellement que l'initiateur peut renoncer à son offre si la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre¹⁵⁷. Or, l'offrant ne devrait pouvoir utiliser cette faculté si et seulement si une telle mesure a été mise en œuvre avec l'accord préalable de l'assemblée générale ; non si elle résulte d'une action des organes dirigeants ayant entraîné une telle modification. Dans ce dernier cas, la mesure prise ne devrait produire aucun d'effet ; elle devrait être nulle, ou plutôt, à notre sens, inopposable¹⁵⁸ en particulier à l'offrant. Une telle interprétation, conforme aux objectifs poursuivis par la Directive OPA¹⁵⁹, permettrait de concilier la nécessité des dirigeants à accomplir leurs fonctions tout en respectant la limitation prévue par la loi française.

En ce qui concerne les délégations antérieures, la C.O.B. avait déjà fait valoir que les augmentations de capital « portant sur des montants raisonnables » étaient acceptables en cours d'offre¹⁶⁰. Ainsi que l'a relevé un auteur, l'accent est donc mis sur la taille plus que sur l'objet de l'augmentation de capital¹⁶¹. Cette taille étant le plus souvent limitée par la loi¹⁶², de telles opérations ne seront que rarement considérées comme significatives¹⁶³. A défaut, le critère de 10% pourra être retenu.

Par « mesure » serait comprise toute activité des dirigeants qui pourrait influencer de manière significative le passif et l'actif de la société cible. Seraient visées non seulement les décisions qui peuvent être prises par les organes dirigeants, mais également les actes de disposition et les actes générateurs d'obligations. Pour les mesures décidées antérieurement à l'offre publique, nous proposons d'y inclure les simples décisions internes qui seraient prises par les

¹⁵⁵ Du même avis : H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 20.

¹⁵⁶ Dans le même sens : P. PORTIER, *La transposition de la Directive dans l'Union Européenne : état des lieux huit mois après la date prévue*, in : RLDA, avril 2007, N° 15, p. 78 : l'auteur rappelle que la défense *pac-man* a échoué dans la bataille boursière qui opposa Elf à Total.

¹⁵⁷ L'art. 232-11 al. 2 RGAMF prévoit également que l'initiateur peut renoncer à son offre, si elle devient sans objet.

¹⁵⁸ L'inopposabilité présente l'avantage que le vice ne saurait être couvert ni par une autorisation ultérieure du conseil d'administration ni par un début d'exécution de l'engagement ; Voy. M. COZIAN/A. VIANDIER/F. DEBOISSY, op. cit., n° 401, p. 188.

¹⁵⁹ Voy. *supra*, n° 22.2°.

¹⁶⁰ C.O.B., Rapport annuel, 1987, p. 134.

¹⁶¹ A. VIANDIER, *La suspension des délégations d'augmentation de capital en cours d'offre publique*, ord. n° 2004-604 du 24 juin 2004, art. 5, Rev. sociétés 2004, p. 783, n° 35.

¹⁶² Voy. art. L. 225-191 I in fine C. com. pour les actions attribuées gratuitement ; L. 225-147 al. 5 pour les augmentations de capital en nature et L. 225-209 al. 1^{er} C. com. pour les rachats d'actions.

¹⁶³ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2075 p. 333.

organes dirigeants et leur mise en œuvre nécessiterait une confirmation de l'assemblée générale. Y seraient, en revanche, exclus les décisions, actes juridiques, contrats ou pourparlers dont la rupture pourrait engager la responsabilité civile délictuelle ou contractuelle de la société cible¹⁶⁴. Ainsi, les pourparlers seraient écartés, s'ils ont atteint un tel degré de concrétisation que les modalités de leur rupture pourraient engager la responsabilité civile de la société cible¹⁶⁵. Dans un tel cas, pour être mise en œuvre, une approbation de l'assemblée générale serait nécessaire ; pour autant, néanmoins, que les autres conditions exigées soient remplies¹⁶⁶.

39.- Critères subsidiaires. A l'image du droit suisse, ne pourrait pas être mise en œuvre par les organes dirigeants, sans l'approbation préalable de l'assemblée générale, la vente de matériels ou d'une partie de l'entreprise qui pourrait être considérée comme constituant, de manière objective, un actif essentiel de l'entreprise. Dans ce cas, la limite de 10% ne trouverait pas à s'appliquer. Ainsi, la vente d'un bien considéré comme essentiel ne pourrait pas être décidée, sans l'approbation de l'assemblée générale ; même si cette vente n'entraîne pas une modification significative de son actif ou de son passif.

Cette conception rejoint celle proposée par un auteur qui considère que l'assemblée générale doit approuver préalablement toute mesure de défense qui, si elle avait été pressentie par l'offrant, l'aurait dissuader de lancer son offre¹⁶⁷ ; tout en lui conférant un caractère concret. Il conviendrait d'analyser la situation, *in concreto*, à l'aune de critères objectifs. La notion d'actif essentiel ici visée se distinguerait des notions de « part essentielle des actifs »¹⁶⁸ ou de « totalité ou principal des actifs »¹⁶⁹ visées par le Règlement Général de l'AMF. Ainsi, la notion d'actif essentiel pour l'appréciation de la limitation des pouvoirs des dirigeants serait déterminée par des critères qualitatifs et non quantitatifs¹⁷⁰. Ces critères qualitatifs seraient

¹⁶⁴ Nous ne nous rallions pas à la proposition faite par, H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 23, l'auteur de distinguer selon que l'effet suspensif attaché au contrat pris en exécution de la décision est lié, ou non, au succès d'une éventuelle offre publique ou à un changement de contrôle de la société obligée.

¹⁶⁵ En application de la jurisprudence Manoukian : Cass. com. 26 novembre 2003, D. 2004, p. 869, note A.-S. DUPRÉ-DALLEMAGNE.

¹⁶⁶ Voy. *supra* n° 16.1°.

¹⁶⁷ A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 2061, p. 329.

¹⁶⁸ art. 234-3 al. 1^{er} RGAMF.

¹⁶⁹ art. 236-6 al. 1^{er}, 2° RGAMF.

¹⁷⁰ A la différence de ce qui est retenu pour l'art. 234-3 al. 1^{er} RGAMF. Voy. par exemple l'approche quantitative et qualitative retenue par la Cour d'appel de Paris 16 juin 1993, n° 93/3390, Chevillot et autres c/ Sté Autoroutes servics et Corela, in : Bull. Joly Bourse, 1 septembre 1993 n° 5, p. 590 note de L. FAUGÉROLAS. Il s'agirait, pour la détermination des pouvoirs des dirigeants de ne retenir qu'une approche qualitative ; ainsi que l'invoquaient les actionnaires minoritaires dans l'arrêt mentionné.

réputés remplis, par exemple, lorsque l'actif en question présente un intérêt stratégique pour la société cible.

La démarche à retenir rejoindrait donc celle de la Commission des OPA : il s'agirait dans un premier temps de se demander si la mesure entraîne une modification significative sur l'actif ou le passif de la société cible. Si tel est le cas, la mesure, pour être mise en œuvre, devra faire l'objet d'une autorisation de l'assemblée générale. Si la mesure n'entraîne pas une modification de plus de 10% sur la consistance de la cible, il conviendrait d'analyser si elle porte sur un « actif essentiel ». Si tel est le cas une approbation de l'assemblée générale sera nécessaire. A défaut, elle pourra être mise en œuvre par le dirigeant ; car elle ne sera pas considérée comme une mesure de défense et ne sera donc pas susceptible de faire échouer l'offre.

Nos propositions permettent d'enserrer les pouvoirs des dirigeants par des critères objectifs. En raison de leur clarté, elles leur permettent de déterminer rapidement et efficacement la marge de manœuvre qui leur est conférée en période d'offre publique. Par les précisions qu'elles apportent, elles permettent d'assurer une plus grande sécurité juridique qui sera profitable non seulement aux dirigeants de la société cible, mais également à l'offrant et aux différents acteurs intervenant dans le cadre d'une offre publique. Nous espérons, ainsi, que nos suggestions serviront de soutien à une interprétation jurisprudentielle aux dispositions visées. Certains aspects de la législation suisse doivent, cependant, être rejetés, car ils ne confèrent aucun apport substantiel à la législation française. Il s'agit, alors, de confronter le droit suisse à l'aune des solutions françaises.

B. L'exclusion de certains aspects du droit suisse

40.- Aperçu. Deux dispositions, celle concernant les parachutes dorés et celle concernant l'émission de titres n'apportent aucune valeur ajoutée au droit français ; les unes parce que leur régime est mieux défini en droit français qu'en droit suisse, les autres parce qu'une possibilité alternative, au travers l'émission de bons d'offre, est clairement offerte par la législation française. Dans ce second cas, la question se pose de savoir si l'émission de tels bons est possible en droit suisse.

41.- Les parachutes français moins dorés que les suisses ? En droit français, le principe concernant les parachutes dorés est que l'indemnité ne doit pas dissuader les actionnaires de

la société d'exercer leur libre droit de révocation des mandataires sociaux en raison des conséquences financières qu'ils pourraient avoir sur la société¹⁷¹. Dans les sociétés cotées, les parachutes dorés sont, en outre, soumis à la procédure des conventions réglementées et leur bénéfice doit, désormais, être subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société¹⁷². L'assemblée générale ordinaire annuelle devra approuver de telles indemnités¹⁷³. A défaut de soumission à l'assemblée générale, la convention ne sera pas nulle. Mais la responsabilité personnelle de l'intéressé pourra être engagée¹⁷⁴.

Le droit suisse prévoit, comme nous l'avons vu, que les parachutes dorés, lorsque ils sont « inusuels »¹⁷⁵ constituent des mesures de défense illicites voire inadmissibles. Cette disposition n'est pas d'une grande utilité pour le droit français. En effet, le caractère inusuel du parachute pourra difficilement être invoqué ; étant donné que leur bénéfice doit être lié à des conditions de performance du bénéficiaire. C'est au contraire le droit français qui pourrait apporter sur ce point un éclaircissement au droit suisse qui ne prévoit pas de procédure particulière pour les parachutes dorés mais une simple publicité dans les bilans¹⁷⁶.

Le droit suisse conduit, néanmoins à s'interroger sur le point de savoir si, en droit français, l'assemblée générale devra statuer à nouveau pendant la période d'offre publique ; ou, en cas d'application de l'exception de réciprocité, si l'assemblée générale devra avoir approuvé la résolution dans les 18 mois qui précèdent l'offre¹⁷⁷. Nous ne le pensons pas. Si la procédure des conventions règlementées a été respectée, l'assemblée générale aura statué sur la mesure ;

¹⁷¹ Voy. par exemple : Cass. Com. 26 mai 2004, in : JCP éd. E n° 38, 16 septembre 2004, 1344, Note : A. VIANDIER concernant une Sàrl.

¹⁷² art. L. 225-42-1 al. 1 et 2 et L. 225-90-1 al. 1 et 2. C.com introduits par la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007. Sur la notion de « performances de la société », Voy. D. VIDAL, *Les modifications apportées par l'article 17 de la loi n° 2007-1223 du 21 août au régime des rémunérations, indemnités et avantages à caractère différé en faveur des dirigeants des sociétés anonymes inscrites sur un marché réglementé*, in : Bull. Joly Sociétés, novembre 2007 n° 11, p. 1147, n° 16 et ss.

¹⁷³ art. L. 225-40 et L. 225-42-1 al. 3 C. com.

¹⁷⁴ art. L. 225-41 C. com.

¹⁷⁵ Selon l'expression de l'art. 35 al. 2 let. c OOPA.

¹⁷⁶ Également en ce sens, R. BAHAR, op. cit., p. 219. En ce qui concerne la publicité des rémunérations en droit suisse : Voy. les art. 663b^{bis} et 663c al. 3 CO issus de la loi du 1^{er} janvier 2007. Voy. M. von GRAFFENRIED-ALBRECHT, *Transparence des indemnités versées aux membres du conseil d'administration et de la direction compte tenu des relations dans un groupe*, in : Perspectives et risques de nouveautés juridiques 2006/2007, pp. 95 à 100. Une publicité est également prévue en droit français : Voy. l'art. L. 225-42-1 al. 3 et L. 225-90-1 et le décret d'application n° 2008-448 du 7 mai 2008, JORF 11 mai 2008 qui prévoit que l'autorisation de la convention précitée est publiée sur le site Internet de la société concernée dans un délai maximum de cinq jours suivant la réunion du conseil d'administration au cours de laquelle elle a été délivrée.

¹⁷⁷ En vertu de l'art. L. 233-33 al. 2 C. com. Sur la notion d'exception de réciprocité Voy. *infra*, n° 55 et 56.

une confirmation ne sera donc pas nécessaire¹⁷⁸. A défaut, la responsabilité civile du dirigeant pourra être engagée de telle sorte que les fonds « perdus » pourront être récupérés par la société.

Un éclaircissement du droit français sur le régime des parachutes dorés, qui pourraient être utilisés en tant que défense anti-OPA, n'est donc pas nécessaire ; l'encadrement prévu par le droit positif, paraissant suffisant. Il en va de même pour la présomption concernant l'émission d'actions.

42.- Une plus grande sécurité juridique en France qu'en Suisse concernant l'émission de certaines valeurs mobilières. Les limites posées par le droit suisse en ce qui concerne l'émission d'actions, d'obligations convertibles ou à option sur la base du capital conditionnel ne permettent pas véritablement d'éclairer le droit français. D'une part, parce qu'elles relèveront soit du régime des délégations, d'autre part, et surtout, parce que le droit français a prévu, en vue de conférer aux dirigeants un pouvoir de négociation lors d'une OPA hostile¹⁷⁹, une « *safe harbour rule* »¹⁸⁰ permettant d'utiliser une technique particulière dite « bons d'offre »¹⁸¹. Il s'agit de bons permettant de souscrire à des conditions préférentielles, à des actions de la société visée. L'assemblée générale extraordinaire, statuant dans les conditions de quorum et de majorité de l'assemblée générale ordinaire, peut non seulement décider leur attribution gratuite à tous les actionnaires de la société ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre¹⁸² mais également déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire. L'assemblée des actionnaires fixe, alors, 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 émis¹⁸³. Cette délégation devra intervenir en période d'offre publique ; sauf lorsque l'exception de réciprocité¹⁸⁴ peut jouer. Dans ce dernier cas, la

¹⁷⁸ Par une interprétation *a contrario* de l'art. L. 233-32 III al. 2 C. com. et de l'art. 232-17 al. 2 RGAMF qui prévoient expressément l'approbation ou la *confirmation* par l'assemblée générale.

¹⁷⁹ Voy. Rapport NOVELLI, p. 25.

¹⁸⁰ Selon l'expression empruntée du droit américain de C. CLERC, *Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA*, in : RTDF n° 1-2006, p. 29 n° 13. L'expression se justifie, car les autres mesures de défense permises par la loi peuvent être mises en œuvre ; néanmoins, la licéité des bons d'offre est assurée par la loi.

¹⁸¹ art. L. 233-32 II C. com. La dénomination de ces bons varie selon les auteurs : « bons de défense », « bons patriotes » ou encore « bons Breton » du nom du ministre de l'économie alors en fonction ; Voy. A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2126, p. 351.

¹⁸² art. L. 233-32 al. 1^{er} C. com.

¹⁸³ art. L. 233-32 II. al. 2 C. com.

¹⁸⁴ Sur l'exception de réciprocité ; Voy. *infra* n° 55 et 56.

délégation devra alors avoir été accordée dans les 18 mois précédant l'offre¹⁸⁵. La question qui nous intéresse ici est de savoir si de tels bons peuvent être mis en œuvre en droit suisse.

43.- Une transposition possible en droit suisse ? A notre avis, les bons d'offre tels que prévus par la législation française ne pourraient pas être utilisés en droit suisse. Analysons la situation. L'objectif de ces bons est de conduire à augmenter le capital et donc de renchérir le coût de l'offre pour l'initiateur¹⁸⁶. En ce qu'ils permettent la souscription d'actions à des conditions préférentielles, et donc à un prix qui sera inférieur au prix de l'offre, ils sont susceptibles d'engendrer une dilution¹⁸⁷. Ils sont ainsi assimilables au *poison pills* prévues en droit américain¹⁸⁸.

Les « bons » prévus par le droit français devront, en droit suisse, constituer des obligations convertibles ou des options¹⁸⁹. A cet égard, l'ordonnance prévoit expressément la possibilité pour la société d'émettre des obligations convertibles en actions ou des options en période d'offre publique pour autant que le conseil d'administration obtienne l'autorisation de l'assemblée générale soit en période d'offre soit antérieurement. L'émission de telles obligations doit, alors, avoir été expressément prévue pour le cas où la société fait l'objet d'une offre publique¹⁹⁰.

La légalité des *poisons pills* est discutée en droit suisse et n'a pas, à notre connaissance, fait l'objet d'une recommandation de la Commission des OPA. Dans la doctrine, plusieurs arguments sont avancés à l'encontre de leur légalité. Le premier concerne l'atteinte qui résulterait au principe d'égalité de traitement des actionnaires¹⁹¹. Mais le droit français prévoit expressément que ce principe doit être respecté dans la mesure où les bons sont attribués

¹⁸⁵ art. L. 233-33 al. 2 C. com.

¹⁸⁶ Rapport MARINI, p. 6.

¹⁸⁷ T. BONNEAU, op. cit., n° 34. Egalement en ce sens : P. PORTIER/N. PARTOUCHE, op. cit., p. 37.

¹⁸⁸ Voy. la définition retenue par A. BOHRER, op. cit., n° 775, p. 338 : « Poison pills are securities that are issued by a potential target company to make the target appear less valuable to a hostile bidder. Such pills are being issued by distribution of one right per share of stock as a dividend to common stockholders. The pill usually contains the right to purchase one share of stock during the exercise period and is traded with the common share until a triggering event takes place ». Voy. également : N. BOMBRUN/F. MOULIN, op. cit., p. 24.

¹⁸⁹ Les seules catégories de « bons » prévues par la législation suisse concernent les bons de participation et les bons de jouissance. Les bons de jouissance ne peuvent être attribués qu'à des personnes liées à la société par des mises de fonds antérieures, à des actionnaires, des créanciers, des travailleurs ou à des personnes liées à la société à un titre analogue (art. 657 al. 1er CO). Les bons de participation ne confèrent, en principe, que le droit de participer aux assemblées (art. 656a à 656g CO).

¹⁹⁰ art. 35 al. 2 let. d OOPA.

¹⁹¹ En vertu de l'art. 717 al. 2 CO Les membres du conseil d'administration, de même que les tiers qui s'occupent de la gestion, doivent traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation. Voy. P. BÖCKLI, op. cit., n° 225, p. 735.

gratuitement à tous les actionnaires¹⁹². C'est plutôt en raison de leurs effets que nous pensons que les bons d'offre ne pourraient pas être transposés en droit suisse : leur émission à des conditions préférentielles risque, en effet, d'avoir un effet négatif sur le cours de bourse¹⁹³, endommageant, par là même, la société et les actionnaires. Cet effet ne sera probablement pas considéré comme conforme à l'exigence imposée aux dirigeants d'agir en toute circonstance dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires¹⁹⁴. Il en résulte que la Commission des OPA risque de considérer l'émission de telles obligations ou options comme des mesures de défense inadmissibles¹⁹⁵. Si elle devait être admise, l'effet défensif serait, dans tous les cas, réduit¹⁹⁶ : l'émission d'obligations convertibles ou d'options par le conseil d'administration sur délégation de l'assemblée générale sera limitée dans la mesure où la société devra disposer d'une nombre considérable d'actions en réserve. Or, la valeur nominale de l'ensemble de ces actions qu'une société anonyme possède ne peut pas dépasser 10% du capital-actions¹⁹⁷. Il y a donc peu de chance que les dirigeants prennent le risque de voire annuler une mesure de défense dont l'impact reste limité.

La possibilité offerte par la loi française octroie, donc, aux dirigeants français, par le biais de la délégation prévue, un avantage considérable sur les dirigeants suisses face à une OPA hostile. Ils ne pourront, néanmoins, émettre de tels bons que dans le respect des principes de bonne gouvernance ; à défaut leur responsabilité pourrait être engagée : s'agit-il d'un cadeau empoisonné ? L'avenir nous le dira...

¹⁹² Voy. l'art. L. 233-32 II. al. 1^{er} C. com. Ainsi que le rapport MARINI, p. 10 qui précise ces bons ne sont pas pleinement assimilables aux « bons plavix », dont l'émission avait été envisagée en avril 2004 par la société Aventis lors de l'OPA lancée par Sanofi-Synthélabo. Sur cette affaire, Voy. P.-H. CONAC, op. cit., p. 321.

¹⁹³ En ce sens, N. BOMBRUN/F. MOULIN, op. cit., p. 24. Voy. également le Rapport MARINI, p. 6 : qui estime que la limite de l'émission des bons tient à la baisse « significative » du cours de bourse.

¹⁹⁴ En ce sens : C. BÜHLER, op. cit., p. 41.

¹⁹⁵ En ce sens : P. BÖCKLI, op. cit., n° 225, p. 735.

¹⁹⁶ Voy. I. FAUENFELDER, op. cit., p. 24.

¹⁹⁷ art. 659 CO.

CONCLUSION AU CHAPITRE I.

44.- Des pouvoirs encadrés, mais non perdus. Notre objectif était ici d'éclairer le droit français à la lumière du droit suisse. Nous proposons, en particulier, d'interpréter la restriction imposée aux dirigeants de ne pas mettre en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'offre par une approche multicritère comprenant un critère principal, la modification significative de l'actif et du passif et un critère subsidiaire, la vente ou l'engagement de vendre un actif essentiel. L'actif essentiel serait mesuré non pas de manière quantitative (ce qui est pris en compte par le critère principal) mais de manière qualitative. Cette approche permettra aux dirigeants de respecter les dispositions légales, tout en exerçant leurs fonctions ; car pour reprendre les termes d'un auteur : « ce qui est sûr c'est que les organes dirigeants ne peuvent pas pendant la période d'offre être privés de tout pouvoir : il leur faut bien gérer au quotidien l'entreprise et ses filiales »¹⁹⁸.

Si les pouvoirs des dirigeants dans la mise en œuvre des moyens de défense anti-OPA sont encadrés ; ils ne sont pas perdus. L'assemblée générale devient leur premier allié face à l'agresseur !

¹⁹⁸ H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 18 ; également en ce sens : I. FRAUENFELDER, op. cit., p. 107.

CHAPITRE II. LE POUVOIR ÉLARGI DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

45.- Défense anti-OPA et assemblée générale. L'assemblée générale joue un rôle central dans la mise en œuvre des moyens de défense anti-OPA. Non seulement, elle peut statuer sur toute mesure susceptible de faire échouer l'offre ; mais c'est également elle qui est compétente pour ancrer dans les statuts d'éventuelles mesures de défense.

L'objectif de ce second chapitre diffère considérablement du premier : il est ici double. Le premier est de tenter de répondre à des questions communes. On remarque, en effet, une convergence de principe entre le droit français et le droit suisse : tous deux exigent que les mesures de défense qui peuvent être mises en œuvre doivent obtenir l'autorisation préalable de l'assemblée générale ; ce qui ne manque pas de poser des difficultés au regard du droit des sociétés. Il semble, à cet égard, que cette condition pose plus de difficultés en droit suisse qu'en droit français. Comme nous le verrons, la question n'est pas simplement théorique ; elle entraîne des conséquences concrètes sur l'efficacité réelle d'une telle possibilité offerte. Le second est plutôt de mettre en exergue la divergence des solutions prônées par les législations suisse et française quant à l'efficacité des clauses statutaires dans la mise en œuvre des moyens de défense anti-OPA. Nous verrons que le droit suisse apporte, à cet égard, des solutions originales, qui auraient pu être envisagées par la législation française.

46.- Plan. Nous proposons, ainsi, d'examiner, dans une section 1^{ère}, la mise en œuvre des moyens de défense résultant d'une décision de l'assemblée générale et, dans une section 2^{nde}, la mise en œuvre des moyens de défense résultant d'une clause statutaire.

Section 1^{ère}. Convergence : Le pouvoir décisionnel de l'assemblée générale

47.- Pour une lutte efficace. Les législations suisse et française limitent les capacités des organes dirigeants à mettre en œuvre des moyens de défense anti-OPA. Mais cette limitation ne vise que les organes dirigeants ; non l'assemblée générale. Cette dernière est compétente pour statuer sur toute mesure susceptible de faire échouer l'offre¹⁹⁹, c'est-à-dire, selon nous, de décider de mesures qui modifient de manière significative l'actif et le passif de la société²⁰⁰. De telles mesures deviennent alors licites²⁰¹. Pour pouvoir lutter efficacement contre l'agresseur, tant le droit suisse que le droit français exigent ainsi que les organes dirigeants obtiennent l'approbation préalable de l'assemblée générale (§1.). Mais même si la mesure se trouve ainsi « légitimée », l'assemblée générale ne peut pas s'affranchir de toute règle de droit ; bien au contraire (§2.).

§1 : Un pouvoir décisionnel affirmé

48.- Aperçu. Dans l'esprit des textes européens, l'autorisation de l'assemblée générale doit intervenir en cours d'offre²⁰². Tel est le principe retenu par les droits suisse et français (A.). *Quid* d'une intervention préalable, c'est-à-dire d'une autorisation qui interviendrait en amont de la publication de l'offre ? Une telle possibilité est envisagée dans certains cas : mais il s'agit alors d'un tempérament au principe (B.).

A. Le principe : une approbation en cours d'offre

49.- Convergence. Une fois l'offre publiée, annoncée, l'assemblée générale est seule compétente pour décider de toutes mesures de défense. Non seulement, elle conserve ses pouvoirs de droit commun et sera donc compétente pour statuer sur toutes questions relevant de sa compétence. Mais en outre, les mesures de défense qui relèvent normalement du

¹⁹⁹ art. L. 233-32 I. et III et L. 233-33 al. 2 C. com.

²⁰⁰ art. 29 al. 2, 2^{ème} phr. LBVM.

²⁰¹ art. 29 al. 2 et 35 al. 2 OOPA lu *a contrario*. Pour une application Voy. la recommandation du 18 mars 2005 de la Commission des OPA, *Offres publiques d'acquisition de AFB Investissement S.A., Luxembourg pour toutes les actions nominatives de Forbo AG, Eglisau*, consid. 3.4.3.

²⁰² art. 9 para. 2 de la directive OPA et spécialement la 2^{ème} phrase.

pouvoir des organes dirigeants ne peuvent être mises en œuvre si et seulement si ces derniers obtiennent l'approbation préalable de l'assemblée générale²⁰³. En bref, les organes dirigeants ne pourront pas agir tant que l'assemblée générale n'a pas statué favorablement sur la mesure envisagée. Les justifications à un tel pouvoir conféré nous conduiront à en apprécier le système.

50.- Justifications. Trois lignes directrices ont été avancées pour justifier la solution adoptée. La première a déjà été soulignée : conférer à la mesure une certaine légitimité. La deuxième tient au fait que l'assemblée générale, contrairement aux organes dirigeants, ne se trouve pas en conflit d'intérêts. La troisième tient au fait que l'assemblée générale peut statuer en pleine connaissance de cause²⁰⁴.

51.- Appréciation du système. Conférer un tel pouvoir, en cours d'offre, à l'assemblée générale des actionnaires suscite des difficultés : les unes sont pratiques, les autres juridiques.

51.1°.- Difficultés pratiques : la convocation de l'assemblée générale. Le recours à l'assemblée générale, en cours d'offre, pour mettre en place des moyens de défense peut s'avérer pour le moins difficile ; d'une part, en raison des délais de convocation de l'assemblée générale et, d'autre part, en raison de la composition de l'actionnariat. Concernant les délais de convocation, ils ont été raccourcis en droit français : en période d'offre publique, ils sont de six jours sur première convocation et de quatre jours sur deuxième convocation²⁰⁵. Une telle dérogation n'est pas offerte par le droit suisse où le délai de droit commun s'applique même en période d'OPA²⁰⁶. Un raccourcissement des délais de convocation, en droit suisse, serait donc souhaitable²⁰⁷. Cependant, même avec des délais

²⁰³ Le droit français prévoit que, pendant l'offre, les organes dirigeants doivent obtenir l'*approbation préalable de l'assemblée générale* pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre (art. L. 233-32 I. C. com.) ; le droit suisse que les *décisions prises par l'assemblée générale* ne sont pas soumises à l'interdiction, pendant la période de l'offre, de modification significative de l'actif ou du passif de la société (art. 29 al. 2, 2^{ème} phr. LBVM).

²⁰⁴ Voy. notamment : R. BAHAR, op. cit. p. 222 ; I. FRAUNFELDER, op. cit., p. 177 ; A. PIETRANCOSTA, op. cit., 2^{ème} partie.

²⁰⁵ art. R. 225-69 C. com. ; art. R. 225-73 III C. com. introduit par le décret du 11 décembre 2006 qui prévoit également que le délai de publication de l'avis est de 15 jours en période d'OPA ; Voy. J.-P. VALUET, *Le décret du 11 décembre 2006 sur les sociétés commerciales*, in : *Revue des sociétés* 2007, p. 227 n° 29. Cette possibilité était offerte par la directive OPA dont l'art. 9 para. 4 prévoit : « aux fins de l'obtention de l'autorisation préalable, de l'approbation ou de la confirmation des détenteurs de titres, visées aux § 2 et 3, les États membres peuvent prévoir des règles permettant la convocation d'une assemblée générale des actionnaires à bref délai, à condition que cette assemblée ne se tienne pas durant les deux semaines qui suivent sa notification. »

²⁰⁶ Le délai de convocation est de 20 jours en vertu de l'art. 700 al. 1^{er} CO.

²⁰⁷ La doctrine suisse n'est pas unanime sur ce point : Voy. C. GEHRER, *Statorische Abwehrmassnahmen*, p. 32 et les références citées.

raccourcis, il n'est pas sûr que l'objectif poursuivi par la loi soit atteint et ce pour deux raisons. D'une part, l'obligation sera dans tous les cas, difficile à mettre en œuvre²⁰⁸. D'autre part, si elle est mise en œuvre, seuls les plus grands actionnaires seront susceptibles de participer à une assemblée générale convoquée dans des délais si brefs. La légitimité conférée ne sera donc que celle des actionnaires les plus importants. Sachant qu'en France, l'actionnariat est composé à plus de 40% d'investisseurs institutionnels²⁰⁹ et qu'en Suisse, les *hedge funds* composent de plus en plus souvent l'essentiel de l'actionnariat²¹⁰, tous deux à la recherche de profits rapides, il n'est pas sûr qu'une telle approbation soit conférée aux dirigeants ; si du moins ceux-ci tentent l'expérience. Sans compter que les liens étroits unissant actionnaires majoritaires et dirigeants, lorsque ces deux qualités ne sont pas réunies sur les mains d'une même personne²¹¹, sont de nature à remettre en cause la « légitimité » ainsi conférée.

51.2°.- Difficultés juridiques : le transfert de compétence. L'assemblée générale sera appelée à statuer, en période d'offre, sur des questions qui ne relèvent, en droit commun des sociétés, non pas de sa compétence mais de celle des organes dirigeants²¹² ; ce qui ne manque pas de poser des difficultés. La doctrine française semble plus ouverte à une telle dérogation que la doctrine suisse.

Ainsi, la doctrine française se contente de préciser que, par exception au principe de hiérarchie ou de spécialisation des organes de la société anonyme²¹³, l'assemblée générale recueille le pouvoir de décider ou d'autoriser toute mesure qui serait susceptible de faire

²⁰⁸ En ce sens : Dossier ANSA, p. 4 ; M.-N. DOMPÉ, op. cit., n° 24.

²⁰⁹ M.-N. DOMPÉ, op. cit., ibidem.

²¹⁰ Voy. R. WATTER/D. DUBS, *Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen*, in : Mergers & Acquisition 2008, p. 174 et les références citées.

²¹¹ Ce qui semble être plus souvent le cas que l'on ne pourrait l'imaginer. Voy. F. DEBOISSY, *L'essentiel des réformes : Le renforcement de la démocratie actionnariale*, in : LPA, 2 août 2007 n° 154, p. 13.

²¹² L'assemblée générale se voit, ainsi, conférer une nouvelle sphère de compétence : Voy. M. GERMAIN, *La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition*, in : GPR, *Revue de droit privé communautaire*, p. 151.

²¹³ Principes affirmés dans le célèbre Motte, Cass. Civ. 4 juin 1946, in : Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale, Tome 1, 1976 : 2^{ème} éd., pp. 297 à 302, note J. NOUREL. Plus que le principe de hiérarchisation des pouvoirs, selon lequel le conseil d'administration est hiérarchiquement inférieur à l'assemblée générale a été affirmé de manière plus énergique par le droit français que par le droit suisse et ce malgré la lettre de l'art. 698 CO qui prévoit que l'assemblée générale est le pouvoir suprême de la société. Ainsi, la doctrine suisse préfère parler de quasi-parité voire de *Paritätstheorie*, dont l'absolutisme est également critiqué ; Voy. P. BÖKLI, *Schweizer Aktienrecht*, Schulthess : 2004, 3^{ème} éd., n° 3 p. 1248. P. MONTAVAN, *Droit suisse de la SA*, 2004 : AMC, p. 483.

échouer l'offre, quand bien même elle ne l'aurait pas eu en application du droit commun des sociétés²¹⁴.

En droit suisse, la question se pose avec plus d'acuité. En effet, le conseil d'administration est, en vertu de la loi, doté de certaines attributions « inaliénables et intransmissibles »²¹⁵. Or, ces dernières ne sont pas spécifiquement transférées, par la législation boursière, au conseil d'administration. A défaut de précisions législatives, il convient de se référer aux sources primaires. Le message du conseil fédéral précise que les mesures de défense doivent être prises par l'assemblée générale, même lorsque le conseil d'administration serait en principe compétent conformément au droit de la société anonyme, pour prendre la décision qui s'impose²¹⁶. La doctrine majoritaire en conclut qu'en période d'offre l'assemblée générale est compétente pour décider de toute mesure qui serait susceptible de modifier de manière significative l'actif ou le passif de la société, même si elle devrait relever de la compétence du conseil d'administration²¹⁷. Ajoutons qu'il serait pour le moins étrange, qu'en période d'OPA, le conseil d'administration puisse mettre en œuvre des mesures qui requièrent l'approbation des actionnaires en réunissant une assemblée générale ; mais non des mesures qui relèvent, en principe, de sa propre compétence.

52.- Conséquence. En période d'offre publique, l'assemblée générale des actionnaires conserve, à la différence des organes dirigeants, les compétences octroyées par le droit commun des sociétés. Elle voit, en outre, ses compétences élargies. Elle devra, en effet, s'introduire dans les compétences du conseil d'administration, lorsque celui-ci voudra mettre en œuvre des mesures de défense qui relèvent en principe des pouvoirs de ces derniers. Si la justification à une telle compétence paraît critiquable, il n'en reste pas moins que l'assemblée générale des actionnaires est seule compétente pour décider de telles mesures. Et si elle le fait, alors le conseil d'administration est tenu de la mettre en œuvre²¹⁸ ; à condition, néanmoins,

²¹⁴ A. PIETRANCOSTA, op. cit., 3^{ème} partie ; H. LE NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 29.

²¹⁵ Visés par l'art. 716a al. 1^{er} CO.

²¹⁶ FF 1993 I 1315. Il en va de même en France : Voy. le Rapport LEPETIT, p. 13 : « Les organes d'administration ou de direction devraient obtenir l'autorisation de l'assemblée générale en cours d'offre publique avant de prendre toute mesure qui relèverait de leur compétence propre mais qui serait susceptible de faire échouer l'offre ».

²¹⁷ En ce sens : R. BAHAR, op. cit. p. 223 ; Voy. également : R. TSCHÄNI/J. IFFLAND/H.-J. DIEM, op. cit., n° 469, p. 226 : qui ne se prononcent pas expressément sur le transfert des attributions intransmissibles et inaliénables du conseil d'administration, mais énoncent simplement que l'assemblée générale peut se prononcer non seulement sur les mesures qui ne relèvent pas de sa compétence ; mais également sur celles qui sont du ressort du conseil d'administration.

²¹⁸ D. ZOBL, op. cit., 67 ; D. ZOBL/S. KRAMER, op. cit., p. 117 n° 320.

qu'il ait, avant de soumettre la mesure au vote de l'assemblée, vérifier que sa mise en œuvre était justifiée au regard de l'intérêt social²¹⁹.

B. Tempérament : La possibilité d'une autorisation préalable à l'offre

53.- Une autorisation donnée abstraitement. Dans certains cas, l'autorisation accordée par l'assemblée générale des actionnaires peut être antérieure à la publication. Dans ce cas, l'autorisation est donnée de manière abstraite, sans référence aucune à une offre publique d'acquisition particulière. Il s'ensuit que les actionnaires n'ont, dans ce cas, en principe, aucune connaissance des termes de l'offre ou de l'offrant²²⁰. L'exigence de clarté nécessite une analyse de la solution retenue par les droits français et suisse (1°) avant de se pencher sur les questions communes (2°).

1° D'une dualité de régime à une possibilité contestée

54.- Aperçu. Tandis que le droit français prévoit une dualité de régime incarnée dans l'exception de réciprocité (a.), le droit suisse connaît un régime unique permettant à l'assemblée générale d'autoriser « à froid » le conseil d'administration à mettre en œuvre « à chaud » des mesures de défense anti-OPA. Cette possibilité légalement conférée est remise en doute par la doctrine suisse (b.).

a. La dualité de régime prévue par le droit français

55.- Rappel du principe : nécessité d'une autorisation en cours d'offre. En principe, pour que les organes dirigeants puissent prendre « à chaud » des mesures de défense, ils doivent obtenir, en cours d'offre, l'approbation préalable de l'assemblée générale²²¹. Les délégations antérieures à l'offre, dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sont

²¹⁹ La doctrine française ne l'affirme pas aussi clairement : certainement parce que si le conseil d'administration propose, en période d'offre publique, la mise en œuvre d'une mesure de défense, c'est qu'il veut la mettre en œuvre. *Contra* : S. WERLEN, *Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf*, 2001 : Schulthess, p. 234 qui considère qu'il appartient seulement à l'assemblée générale de décider si la mesure de défense est conforme à l'intérêt social.

²²⁰ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2018, p. 343.

²²¹ art. L. 233-32 I. C. com.

suspendues en période d'offre²²². Il en va de même des décisions des organes dirigeants prises avant l'offre qui ne sont pas au moins partiellement mises en œuvre, qui ne s'inscrivent pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre²²³. Mais, le droit français prévoit une exception, dite « exception de réciprocité » : si cette dernière vient à s'appliquer, les règles de principe ne s'appliquent pas. La seule exigence étant alors, que les dirigeants aient, dans les dix-huit mois précédant le jour du dépôt de l'offre, obtenu l'autorisation de l'assemblée générale.

56.- L'exception de réciprocité²²⁴. L'exception de réciprocité s'appliquera lorsque l'initiateur de l'offre ne peut pas être considéré comme « vertueux »²²⁵. Tel sera le cas lorsque l'offrant²²⁶, ou l'un des offrants en cas d'action de concert, n'est pas soumis aux mêmes exigences que les sociétés françaises ou à des « mesures équivalentes »²²⁷. Il en ira de même lorsque l'offrant est contrôlé par une entité qui n'est pas soumise à cette exigence²²⁸. Il en résulte que même lorsque l'offrant est une société française, notamment une société non cotée, la société cible pourra se prévaloir de l'exception de réciprocité²²⁹. Exception à l'exception, le régime de principe s'appliquera si les seules entités qui n'appliquent pas ces dispositions ou des mesures équivalentes, agissent de concert avec la société faisant l'objet de l'offre²³⁰.

²²² art. L. 233-32 III al. 1^{er} C. com.

²²³ art. L. 233-32 III al. 2 C. com.

²²⁴ La question de la légalité de l'exception de réciprocité est discutée par la doctrine française. Nous laisserons la question de côté dans le cadre de ce mémoire, mais signalons que certains estiment, en effet, que la possibilité de recourir à l'art. 12 de la directive OPA n'était possible que lorsque l'État membre ne faisait pas application de l'art. 9. En ce sens, Voy. A. PIETRANCOSTA/A. MARÉCHAL, *Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la clause de réciprocité*, in : Bull. Joly Bourse 2005 p. 797 ; *contra*, A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2088, p. 337 et Dossier ANSA, pp. 5 à 7.

²²⁵ Selon l'expression utilisée lors des débats parlementaires ; Voy. le Rapport MARINI, p. 16.

²²⁶ Le texte visant une entité et non une société, des auteurs en déduisent qu'il pourra s'agir d'un trust étranger : Voy. T. BRUN/R. KADDOUCH, *L'exception de réciprocité*, in : Journal des sociétés, Mai 2006, n° 32, p. 47 ; peu importe le siège de l'offrant ; l'exception de réciprocité pourra jouer que celui-ci se situe ou non au sein de l'Union Européenne ; Voy. le dossier ANSA, p. 5.

²²⁷ art. L. 233-33 al. 1^{er}, 1^{ère} phr. C. com.

²²⁸ L'art. L. 233-32 al. 1^{er}, 1^{ère} phr. C. com. prévoit : [qui sont respectivement contrôlées, au sens du II ou du III de l'art. L. 233-16] ; Le contrôle s'entend de celui visé pour l'établissement des comptes consolidés.

²²⁹ T. BRUN/R. KADDOUCH, *op. cit.*, p. 48 ; qui précisent que cela peut concerner un nombre important de sociétés françaises – Voy. également : H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n°76.

²³⁰ art. L. 233-33 al. 1^{er}, 2^{ème} phr. C. com. Voy. O. DOUVRELEUR/C. UZAN, *Projet de modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : vers un renouveau des offres publiques d'acquisition ?* in : Bull. Joly Bourse, mai 2006 n° 3, p. 275. Les auteurs remarquent que cette circonstance s'apprécie au regard de la notion de concert définie par l'art. L. 233-10 C. com., et non au regard de l'art. L. 233-10-1 C. com.

57.- Conséquences. Lorsque l'exception de réciprocité vient à s'appliquer, aucune délégation antérieure accordée par l'assemblée générale ni aucune décision antérieure des organes dirigeants ne seront suspendues. Mais pour pouvoir adopter des mesures « à chaud », les organes dirigeants devront avoir obtenu une « autorisation expresse pour l'hypothèse d'une offre publique [...de] l'assemblée générale dans les dix-huit mois précédant le dépôt de l'offre »²³¹. A la seule lecture du texte, nous pouvons faire quatre observations :

D'abord, les mesures ici visées sont celles dont la mise en œuvre est « susceptible de faire échouer l'offre »²³². Ensuite, ces mesures doivent avoir été autorisée « pour l'hypothèse d'une offre publique d'acquisition ». Il s'ensuit que l'autorisation doit préciser expressément que la mesure peut être prise, dans l'hypothèse d'une OPA. En outre, le texte de loi ne précise pas quel type d'assemblée générale est compétent pour autoriser la dite mesure²³³. Enfin, en pratique, pour pouvoir produire plein effet, l'autorisation devra être renouvelée tous les 18 mois²³⁴.

58.- Appréciation. Choisir un double système est en soi critiquable. Le texte risque, ainsi, de faire l'objet de contestations systématiques²³⁵ ; en raison des imprécisions encadrant la notion. Enfin, la possibilité d'autoriser, à l'avance de telles mesures, est source de difficultés juridiques ; difficultés juridiques qui ont été soulevées par la doctrine suisse et qui rendent, en raison de leurs implications pratiques, toute autorisation préventive illusoire.

²³¹ art. L. 233-32 al. 2, 1^{ère} phr. C. com.

²³² art. L. 233-32 I. al. 1^{er} C. com. Également en ce sens : commentaire au C. des sociétés ; M.-N. DOMPÉ, *La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres*, droit des sociétés n° 11, Novembre 2006, Etude 19, n° 22.

²³³ Hormis pour le cas des bons visés au II de l'art. L. 233-32, pour lesquels l'assemblée générale extraordinaire statue dans les conditions de quorum et de majorité de l'assemblée générale ordinaire (c'est-à-dire quorum de 20% pour la 1^{ère} convocation à la majorité absolue des actionnaires présents et représentés ; art. L. 225-98 C. com.). Nous partageons l'opinion qu'il ne s'agit pas là d'une erreur, mais que la compétence de l'assemblée générale des actionnaires dépendra de la mesure à prendre ; en ce sens : A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2018, p. 343.

²³⁴ Également : A. PIETRANCOSTA, op. cit., 3^{ème} partie.

²³⁵ En ce sens : T. BRUN/R. KADDOUCH, op. cit., p. 48. Toute contestation sur l'équivalence des mesures défensives doit faire l'objet d'une décision de l'AMF (art. L. 233-33 al. 1^{er}, dernière phr. C. com.). La contestation doit être transmise à l'AMF et à la société visée. Cette dernière dispose alors d'un délai de dix jours, à compter de la réception de la contestation, pour faire part à l'AMF de ses observations (art. 231-42 al. 1^{er} RGAMF).

b. Une possibilité remise en cause en droit suisse

59.- Un texte trompeur. En droit suisse, les décisions prises par l'assemblée générale ne sont pas soumises à l'interdiction de modification significative de l'actif et du passif de la société cible et peuvent être exécutées, « indépendamment du fait qu'elles aient été adoptées *avant ou après* la publication de l'offre »²³⁶. À la simple lecture du texte, il semblerait que la décision de l'assemblée générale autorisant la mise en œuvre de moyens de défense anti-OPA puisse intervenir non seulement en cours d'offre, mais également antérieurement. Rien n'est moins sûr... En raison des difficultés juridiques qu'elle engendre, la doctrine suisse s'interroge, en effet, sur la possibilité d'une telle autorisation.

2° Une mise en œuvre rendue illusoire

60.- Position du problème. L'autorisation préalable qui pourrait être accordée suscite des difficultés en raison de l'atteinte aux principes régissant l'organisation des pouvoirs au sein de la société anonyme. Il convient d'analyser la question sous deux angles. La question peut porter sur le point de savoir si l'assemblée générale peut autoriser le conseil d'administration de prendre « à chaud » des mesures anti-OPA qui relèvent normalement de la compétence de l'assemblée générale. Dans ce cas, les difficultés ne sont pas importantes.

Soit au contraire, il s'agit de déterminer si l'assemblée générale peut autoriser, antérieurement à toute offre, le conseil d'administration à prendre des mesures qui relèvent de la compétence de ce dernier. Cette question pose des difficultés en ce que l'assemblée générale est amenée à empiéter sur les prérogatives du conseil d'administration. Analysons la situation en traitant les deux questions successivement.

61.- Questions qui relèvent normalement de la compétence de l'assemblée générale. Dans ce cas, il s'agit vraisemblablement d'une délégation de compétence ou de pouvoir²³⁷ qui s'exercera dans les limites prévues par la loi et qui ne pose pas particulièrement de difficultés²³⁸. Nous pouvons citer l'exemple des augmentations de capital²³⁹. Ainsi, en droit

²³⁶ art. 29 al. 2, 2^{ème} phr. LBVM.

²³⁷ Plus affirmatif : H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 24.

²³⁸ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2109, p. 343 ; P. NOBEL, *Finanzmarktrecht*, n° 360, p. 970.

français, le conseil d'administration pourra réaliser une augmentation de capital en cours d'offre publique, pour autant que l'assemblée ait délégué au conseil d'administration le pouvoir de fixer les modalités de l'émission des titres²⁴⁰ ou le pouvoir de décider de l'augmentation de capital elle-même²⁴¹ ; mais la délégation, pour pouvoir être exécutée, devra avoir été accordée dans les dix-huit mois qui précèdent le dépôt de l'offre par dérogation au droit commun²⁴². En droit suisse, pour une augmentation ordinaire de capital-actions, l'augmentation de capital est décidée par l'assemblée générale et doit être exécutée par le conseil d'administration dans les trois mois qui suivent la décision²⁴³. Il en résulte qu'une décision pourra être exécutée pendant l'offre, si elle est prise dans les trois mois qui précèdent l'offre. Il en ira de même pour les délégations prévues en droit français pour les bons d'offre, ou en droit suisse pour l'émission d'actions sans droit préférentiel de souscription²⁴⁴.

Dans les cas où une délégation (ou le cas échéant l'exécution) aux organes dirigeants n'est pas prévue par la loi, la question se pose de savoir si l'assemblée générale pourrait autoriser, par exemple, le conseil d'administration à procéder à une modification statutaire. On doit répondre par la négative : les délégations de compétence accordées antérieurement doivent s'exercer dans le respect des limites légales.

62.- Questions qui relèvent normalement de la compétence du conseil d'administration.

Cette question peut paraître incongrue. Il s'agit, en réalité, du cœur du débat agitant la doctrine suisse. Tant en droit suisse qu'en droit français, l'assemblée générale des actionnaires ne peut pas, en principe, empiéter sur les prérogatives du conseil d'administration. En droit français, ce principe a été affirmé par la jurisprudence²⁴⁵. En droit suisse, il l'a été par la loi : le conseil d'administration étant doté de compétences inaliénables

²³⁹ L'augmentation de capital constitue un moyen de défense anti-OPA en ce qu'elle alourdit la charge financière ; Voy. T. BONNEAU, op. cit. n° 32.

²⁴⁰ art. L. 225-129-1 C. com.

²⁴¹ art. L. 225-129-2 C. com.

²⁴² Par application de l'art. L. 233-33 al. 2 C. com. En principe, lorsque l'assemblée générale délègue sa compétence, l'augmentation doit être réalisée dans les cinq ans (art. L. 225-129 C. com.) ; lorsqu'elle délègue son pouvoir, c'est l'assemblée qui fixe la durée qui ne peut excéder 26 mois (art. L. 225-129-2 C. com.). Voy. notamment pour plus de détail sur les augmentations de capital : M. COZIAN/A. VIANDIER/F. DEBOISSY, op. cit., pp. 338 à 345.

²⁴³ art. 650 al. 1 et 3 CO.

²⁴⁴ Pour les bons d'offre : art. L. 233-32, II C. com. et Voy. *supra* n° 42 ; pour l'émission d'action sans droit préférentiel de souscription : art. 35 al. 2 let. d OOPA et Voy. *supra* n° 35.2°.

²⁴⁵ Dans le célèbre Arrêt Motte du 4 juin 1946, op. cit., la chambre civile de la Cour de cassation française énonça que la société anonyme est « une société dont les organes sont hiérarchisés et dans laquelle l'administration est exercée par un conseil élu par l'assemblée générale ; [qu']il n'appartient donc pas à l'assemblée générale d'empiéter sur les prérogatives du conseil en matière d'administration » affirmant ainsi les principes de hiérarchisation et de séparation de pouvoirs des différents organes de la société anonyme.

et intransmissibles, qui ne peuvent pas être exercées par l'assemblée générale²⁴⁶. Nous avons vu qu'en période d'offre publique, une dérogation aux prescriptions du droit commun était nécessaire au regard des dispositions légales. Qu'en est-il antérieurement ?

La doctrine suisse est partagée. Certains considèrent que l'assemblée générale peut antérieurement à toute offre, autoriser le conseil d'administration à mettre en œuvre « à chaud » des mesures de défense autorisées « à froid » ; même si celles-ci relèvent en principe de la compétence du conseil d'administration²⁴⁷. D'autres, au contraire, considèrent que le texte doit faire l'objet d'une interprétation téléologique²⁴⁸ : le but de la loi étant de laisser les actionnaires décider de la possibilité de mettre en œuvre une mesure de défense anti-OPA, en pleine connaissance de cause, une autorisation préalable ne peut pas être accordée²⁴⁹. D'autres, enfin, admettent que l'assemblée générale autorise préalablement à mettre en œuvre des moyens de défense anti-OPA, pour autant que celles-ci soient insérées dans les statuts²⁵⁰.

Analysons la situation. Juridiquement, l'exception est d'interprétation stricte. Or, le principe est celui de la spécialisation des pouvoirs. Chaque organe est tenu d'exercer ses pouvoirs dans les limites de ses compétences. La loi n'a pas clairement prévu une dérogation à ce principe, en dehors de la période d'offre publique. La logique juridique paraît donc commander que l'assemblée générale ne puisse pas empiéter, antérieurement à l'offre (par une décision) sur les compétences du conseil d'administration. L'autorisation préalable ainsi visée ne concernerait donc que les délégations de compétence ou de pouvoir de l'assemblée générale au conseil d'administration. Nous pensons d'ailleurs qu'il s'agit là de la situation à laquelle les législateurs ont pensé²⁵¹. Le résultat concret est pour le moins absurde. Le conseil d'administration pourrait exécuter des décisions de l'assemblée générale que cette dernière lui a délégué antérieurement à l'offre. Il ne pourrait pas exécuter les décisions qui relèvent de sa compétence sans consulter l'assemblée générale. Logiquement, si on permet à l'assemblée générale, préalablement à l'offre publique, d'autoriser le conseil d'administration à mettre en œuvre des moyens de défense ; alors, cette autorisation doit pouvoir concerner non seulement

²⁴⁶ Voy. l'art. 716a al. 1^{er} CO.

²⁴⁷ R. BAHAR, op. cit., p. 224 qui se plie à la volonté expresse du législateur.

²⁴⁸ C. GEHRER, *Statorische Abwehrmassnahmen*, p. 34.

²⁴⁹ Voy. FRAUENFELDER, op. cit. p. 128 qui considère que le libre choix des actionnaires ne peut s'exercer que pendant l'offre.

²⁵⁰ Tel est le cas de S. WERLEN, op. cit., p. 274.

²⁵¹ Ainsi, l'application de l'exception de réciprocité a été particulièrement discutée dans le cadre de l'émission des « bons d'offre ». Voy. Rapport NOVELLI, pp. 25 et 26 et le Rapport MARINI, pp. 10 et 11.

les délégations de compétence mais également celles qui sont du ressort du conseil d'administration. Elle devrait alors pouvoir être admise, mais être strictement encadrée.

63.- Un encadrement nécessaire. Si l'autorisation préalable devait être admise, l'exécution, quant à elle doit intervenir en cours d'offre²⁵².

Pour le droit suisse, une limitation temporelle serait envisageable et l'on pourrait se référer au droit français, et plus généralement au droit communautaire et partir du principe selon lequel l'autorisation donnée ne le serait que pour 18 mois. Un auteur soulève, néanmoins, qu'en l'absence de réforme législative, il n'est pas possible de créer un délai de toute pièce²⁵³. À défaut, de précision légale, on pourrait envisager que la mesure doive être en elle-même limitée dans le temps²⁵⁴ ; ne pouvant être donnée *ad vitam aeternam*.

Enfin, la mesure devrait être précise²⁵⁵. Elle devrait prévoir expressément qu'elle peut être mise en œuvre dans l'hypothèse d'une offre publique d'acquisition²⁵⁶ ; et elle devra être suffisamment déterminée ou déterminable quant à son objet²⁵⁷.

En pratique, une telle possibilité sera, néanmoins, difficilement mise en œuvre : on voit mal, en effet, les organes dirigeants demander à l'assemblée générale de pouvoir exercer en période d'offre publique, leurs propres pouvoirs ; si l'exercice de ceux-ci est susceptible de faire échouer l'offre. Une telle possibilité est rendue d'autant plus illusoire que l'encadrement dont elle fait l'objet est important.

64.- Conclusion. *De facto*, l'assemblée générale ne se voit pas, en dehors de la période d'offre publique d'acquisition, attribué plus de pouvoirs que ceux accordés par le droit commun des sociétés. Sa compétence est, néanmoins, élargie, en période d'OPA ; mais le pouvoir ainsi conféré ne peut s'exercer sans limite.

²⁵² Voy. l'art. 29 al. 2, 2^{ème} phr. LBVM qui est plus précis que les dispositions de la loi française.

²⁵³ R. BAHAR, op. cit., p. 225.

²⁵⁴ En ce sens : C. GEHRER, *Statorische Abwehrmassnahmen*, p. 34.

²⁵⁵ La doctrine suisse se réfère au projet d'ordonnance des OPA qui prévoyait qu'une décision de l'assemblée générale prise avant la publication d'une offre et autorisant le conseil d'administration à modifier le façon significative l'actif ou le passif de la société visée en cas d'OPA doit être suffisamment précise pour que le conseil d'administration puisse l'exécuter sans disposer d'une gde liberté d'appréciation.

²⁵⁶ Voy. pour l'art. L. 233-32 al. 2 C. com. et art. 35 al. 2 let. d OOPA.

²⁵⁷ Voy. A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2019, p. 343 qui donne l'exemple de la vente d'un actif qui devra être identifié ou identifiable.

§2. Un pouvoir décisionnel encadré

65.- Une compétence élargie mais non illimitée. L'assemblée générale voit ses pouvoirs élargis en période d'OPA : c'est à elle qu'il appartient en principe de décider si une mesure de défense anti-OPA doit ou non être mise en œuvre. Le pouvoir ainsi conféré se trouve juridiquement encadré. Le droit suisse pose explicitement une limite aux mesures de défense qui peuvent être mises en œuvre, il s'agit des mesures dites « inadmissibles » (A.) ; limites que l'on peut, dans une certaine mesure, transposer en droit français (B.).

A. Les mesures de défense « inadmissibles »

66.- L'encadrement : la violation manifeste au droit des sociétés. A la différence du droit français, le droit suisse prévoit expressément que certaines défenses anti-OPA, celles qui violent manifestement le droit des sociétés, sont inadmissibles²⁵⁸. Elles ne pourront être mises en œuvre par la société, ni avant l'offre²⁵⁹, ni après l'offre ; ni par le conseil d'administration, ni par l'assemblée générale²⁶⁰. Toute la question est donc de savoir ce que l'on entend par « mesures de défense qui viole manifestement le droit des sociétés ». A certains égards, l'expression ne suscite aucune difficulté. Certains aspects ont, en revanche, fait l'objet de controverses doctrinales. Il s'agit de faire état des certitudes avant d'examiner les doutes que l'expression a suscités.

67.- Les certitudes. Contrairement à ce que pourrait laisser entendre la lettre de la loi, l'inadmissibilité d'une mesure de défense doit s'analyser non seulement au regard du droit des

²⁵⁸ art. 29 al. 3 LBVM et 36 OOPA.

²⁵⁹ Et ce à la différence des mesures de défense qui peuvent être rendues licites par une autorisation de l'assemblée générale.

La commission des OPA ainsi que la commission fédérale des banques se sont reconnues compétentes pour apprécier le caractère admissible de la mesure de défense, même si celle-ci est antérieure à la publication de l'offre. Elles n'interviendront, cependant, qu'une fois l'offre déclenchée : Voy. la Recommandation V du 23 août 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Sumida Holding Germany GmbH, Neumarkt, Allemagne, pour toutes les actions nominatives qui se trouvent dans le public de Saia Electronics Holding AG, Murten*, consid. 1.3 et la Décision de la commission fédérale des banques du 19 septembre 2005 dans l'affaire concernant Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten.

²⁶⁰ Selon la Commission des OPA, lorsque les mesures de défense sont approuvées par l'assemblée générale, elles sont licites ; à condition néanmoins qu'elles ne violent pas manifestement le droit des sociétés ; Voy. la recommandation du 18 mars 2005 de la Commission des OPA, *Offres publiques d'acquisition de AFB Investissement S.A., Luxembourg pour toutes les actions nominatives de Forbo AG, Eglisau*, consid. 3.4.3.

sociétés, mais également au regard du droit boursier²⁶¹. Il s'agit, en effet, d'une clause générale prohibant les mesures de défense déloyale dans le marché des capitaux²⁶².

68.- Les doutes. Les doutes concernent le caractère manifeste de l'atteinte au droit des sociétés. La doctrine est partagée. Deux courants peuvent être départagés : Les uns retenant une interprétation étroite, les autres une interprétation large. Interprété étroitement, une mesure de défense anti-OPA viole manifestement le droit des sociétés si et seulement si une atteinte à la structure de base de la société anonyme ou aux dispositions de protection du capital social peut être caractérisée²⁶³ ; ni le principe d'égalité de traitement des actionnaires ni la nécessité de protéger l'intérêt de la société ne permettraient de caractériser une atteinte manifeste au droit des sociétés²⁶⁴. Interprétée largement, « l'atteinte manifeste au droit des sociétés » engloberait non seulement les cas susvisés, mais également les atteintes au principe d'égalité de traitement des actionnaires ou la violation à l'obligation de fidélité des administrateurs²⁶⁵.

69.- La réponse de la COPA. La Commission des OPA estime que la qualification d'une atteinte manifeste au droit des sociétés ne doit pas reposer sur une telle distinction²⁶⁶. Une mesure de défense est, selon elle, inadmissible, lorsque l'atteinte au droit des sociétés

²⁶¹ I. FRAUENFELDER, op. cit., p. 151 ; C. B. BÜHLER, op. cit., p. 38 estime que l'on doit d'abord vérifier la conformité de la mesure au regard du droit boursier, puis au regard du droit des sociétés ; P. BÖCKLI, op. cit., n° 230 p. 736 les places explicitement sur un pied d'égalité.

²⁶² R. BAHAR, op. cit., p. 207.

²⁶³ Il s'agit des cas de nullité visés par l'art. 706b CO : « Sont nulles en particulier les décisions de l'assemblée générale qui: 1. suppriment ou limitent le droit de prendre part à l'assemblée générale, le droit de vote minimal, le droit d'intenter action ou d'autres droits des actionnaires garantis par des dispositions impératives de la loi; 2. restreignent les droits de contrôle des actionnaires davantage que ne le permet la loi ou ; 3. négligent les structures de base de la société anonyme ou portent atteinte aux dispositions de protection du capital. »

²⁶⁴ Tel est l'opinion de : P. BÖCKLI, op. cit., n° 230, p. 736.

²⁶⁵ Plus précisément, l'obligation de fidélité des membres du conseil d'administration est ancrée à l'art. 717 CO. L'interprétation large comprendrait non seulement les cas de nullité visés par l'art. 706b CO, mais également les cas de nullité visés par l'art. 706 CO : « 1 Le conseil d'administration et chaque actionnaire peuvent attaquer en justice les décisions de l'assemblée générale qui violent la loi ou les statuts; l'action est dirigée contre la société. 2 Sont en particulier annulables les décisions qui: 1. suppriment ou limitent les droits des actionnaires en violation de la loi ou des statuts ; 2. suppriment ou limitent les droits des actionnaires d'une manière non fondée ; 3. entraînent pour les actionnaires une inégalité de traitement ou un préjudice non justifiés par le but de la société; 4. suppriment le but lucratif de la société sans l'accord de tous les actionnaires. 5 Le jugement qui annule une décision de l'assemblée générale est opposable à tous les actionnaires, et chacun d'eux peut s'en prévaloir. ». Cette position est soutenue par : C. B. BÜHLER, op. cit., p. 37; I. FRAUENFELDER, op. cit., p. 168 ; S. WERLEN, op. cit., p. 170.

²⁶⁶ Recommandation V du 23 août 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Sumida Holding Germany GmbH, Neumarkt, Allemagne, pour toutes les actions nominatives qui se trouvent dans le public de Saia Electronics Holding AG, Murten*, consid. 1.3.

est si grave, qu'elle peut être identifiée facilement lors d'un examen sommaire²⁶⁷. L'analyse effectuée doit également prendre en compte l'intérêt social : une mesure qui avantagerait uniquement l'intérêt des membres du conseil, mais non celui de la société serait inadmissible²⁶⁸.

70.- Appréciation du système suisse. Nous partageons l'idée que le droit des OPA justifie certains infléchissements aux règles généralement applicables²⁶⁹. Prévoir expressément la possibilité d'un tel infléchissement permet de clarifier la situation juridique²⁷⁰. Nous pouvons toutefois regretter que ne soit visé par la loi que le droit des sociétés. Il aurait été souhaitable de préciser dans quelle mesure l'atteinte au droit boursier est possible, si une telle atteinte est toutefois permise ; ce qui reste incertain à la seule lecture de la loi. Quant au caractère manifeste de l'atteinte, il pourrait également être critiqué : la marge d'appréciation conférée aux autorités compétentes pour apprécier l'existence d'une telle atteinte pourrait paraître trop large. Nous ne le pensons pas : elle permet d'allier sécurité et liberté d'action. Les mesures de défense, approuvées ou non par l'assemblée générale, antérieures ou non à l'offre publique, se trouvent enserrées dans un cadre législatif. Ce cadre est, néanmoins, suffisamment large, pour permettre à la société, de mettre en œuvre certaines défenses, dès lors qu'elles ont été approuvées par l'assemblée générale. Ces remarques opérées, le critère helvétique est, dans une certaine mesure, transposable en droit français.

B. La proposition d'une solution commune éclairée par la solution suisse

71.- La nécessité de limiter la compétence de l'assemblée générale. Unanimement, la doctrine suisse et française estime que l'assemblée générale ne saurait s'affranchir de toutes règles de droit. Nous approuvons cette position de principe ; mais proposons de distinguer entre les principes régissant le droit boursier et les règles régissant le droit des sociétés.

²⁶⁷ « Vielmehr muss die Verletzung des formellen oder materiellen Gesellschaftsrechts qualifizierter Art und aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar sein » : Recommandation V du 23 août 2005, *Saia Electronics Holding AG*, op. cit., consid. 1.3.2.

²⁶⁸ Recommandation V du 23 août 2005, *Saia Electronics Holding AG*, op. cit., consid. 1.3.5.

²⁶⁹ Également en ce sens : M.-N. DOMPÉ, op. cit. n° 25 qui ne vise, néanmoins, que les principes gouvernant les offres publiques.

²⁷⁰ Voy. les interrogations de la doctrine française et en particulier : A. PIETRANCOSTA, op. cit., 2^{ème} partie.

72.- La nécessité de respecter les règles du droit boursier. Concernant le droit boursier, les principes afférant aux offres publiques²⁷¹ ont, à l'évidence, été mis en place pour régir les offres publiques. Il en résulte qu'une atteinte à ceux-ci, dans la mise en œuvre de défense anti-OPA, est difficilement envisageable²⁷². La société ne saurait s'affranchir de ces principes dans la mise en œuvre des moyens de défense anti-OPA ; même si l'assemblée générale les a approuvés.

73.- Une certaine atteinte au droit des sociétés envisageable. A l'image du droit suisse, des tempéraments sont, en revanche, envisageables, dans le cadre des règles concernant le droit des sociétés. La doctrine française s'accorde sur le point suivant : il n'est pas possible de s'affranchir de toutes les règles de droit des sociétés. D'aucun ne propose, cependant, un critère général de limitation ; sauf, le respect de l'intérêt social²⁷³. L'intérêt social, ici envisagé, fera nécessairement l'objet d'une mise en balance de l'ensemble des intérêts en jeu. Considérer l'intérêt social comme étant uniquement celui des actionnaires²⁷⁴ susciterait des difficultés dans la mesure où ce sont ces derniers qui se prononceront sur l'opportunité de la défense. Leur intérêt devra être privilégié, sans pouvoir constituer l'unique intérêt à prendre en compte. Ainsi, on pourrait, considérer, que l'acte qui cause un préjudice à la société, en raison, par exemple de la vente d'un bien indispensable à l'entreprise, peut néanmoins être acceptable. A l'image de la solution prônée par la Commission des OPA, nous considérons que la mise en œuvre d'une mesure de défense anti-OPA, approuvée par l'assemblée générale ne pourra être remise en cause que si l'atteinte au droit des sociétés est manifeste. En revanche, comme nous l'avons souligné²⁷⁵, il appartiendra aux organes dirigeants préalablement à la soumission de la mesure au vote de l'assemblée générale de vérifier sa conformité à l'intérêt social. A défaut, sa responsabilité devrait pouvoir être engagée si les conditions exigées, par les droits nationaux, sont remplies.

²⁷¹ art. 231-3 RGAMF et 1^{er} OOPA. Voy. *supra*, n° 4.

²⁷² En ce sens : H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 33. Voy. également le Rapport LEPETIT, p. 14 qui estime que ces principes demeureront, mais qu'un nouveau principe établissant la légitimité de l'assemblée générale pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre viendrait s'ajouter aux principes généraux de l'AMF. *Contra* : P. PORTIER/N. PARTOUCHE, *op. cit.*, p. 34 ; également A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, 2^{ème} partie, mais nuancé.

²⁷³ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 2081, p. 335.

²⁷⁴ Comme le propose : D. SCHMIDT, *op. cit.*, n° 11, p. 11.

²⁷⁵ Voy. *supra*, n° 52.

En période d'offre publique d'acquisition, l'assemblée générale voit sa compétence élargie ; mais cet élargissement se trouve limité par les principes du droit boursier et par les atteintes manifestes au droit des sociétés. Préalablement à l'offre, en revanche, l'assemblée générale conserve, en principe, sa compétence de droit commun, et notamment celui d'ancrer dans les statuts des moyens de défense anti-OPA.

Section 2^{nde}. Divergence : Le pouvoir statutaire de l'assemblée générale

74.- Une divergence manifeste. Nous l'avons vu : le pouvoir décisionnel de l'assemblée générale en matière de défense anti-OPA est élargi. Ce pouvoir devrait être confirmé de manière encore plus certaine dans le pacte social unissant les actionnaires et affirmant leur volonté commune. Si tel est la conception retenue par le droit suisse, le droit français contient, quant à lui, des dispositions qui viennent prendre à contre pieds cette conception²⁷⁶. Il suspend, en effet, en période d'OPA, certaines clauses contenues dans le pacte statutaire. Cette suspension peut intervenir de manière facultative sur « option » des statuts²⁷⁷ ; ou de manière impérative.

En droit français, la suspension impérative des clauses contenues dans les statuts vise, d'une part, en cours d'OPA, celles restreignant la libre transmissibilité des actions (§1.) ; et d'autre part, une fois l'offre réalisée, les clauses de plafonnement des droits de vote (§2.).

§1. Les restrictions statutaires au transfert d'actions

75.- Objectif. Alors que le droit suisse permet l'insertion dans les statuts de clauses restrictives au transfert des actions, le droit français les prohibe de manière presque absolue. Notre objectif est donc ici de démontrer que de telles clauses peuvent être admises par la législation sans pour autant porter atteinte au caractère ouvert des sociétés cotées. Il est donc nécessaire de faire état du cadre législatif retenu par les législations suisses et françaises (A.), avant d'apporter une appréciation sur les solutions retenues (B.).

A. Entre vigueur et limites des clauses restrictives au transfert d'actions

76.- Aperçu. Transposant de manière impérative l'art. 11 para. 2 de la directive OPA, le droit français rend inopposable, en période d'offre, toutes les restrictions au transfert de titre qui

²⁷⁶ Selon l'expression de F. M. LAPRADE, *Directive 2004/05/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée*, Bull. Joly Bourse 1^{er} septembre 2004, n° 5, p. 610.

²⁷⁷ Seules les suspensions impératives nous intéresserons dans le cadre de ce mémoire. Voy. les art. L. 233-35 à L. 233-39 C. com. Cette faculté résulte de la transposition des articles 11 et 12 la directive OPA. L'art. 12 de la directive OPA confère, en effet, la possibilité aux Etats membres de ne pas imposer l'application des articles 9 et 11 à ses entreprises. Dans ce cas, l'Etat doit, néanmoins, permettre à ses entreprises de l'appliquer sur une base volontaire en insérant ces mesures dans leurs statuts.

pourraient être prévues dans les statuts (1°). Se situant à l'opposé, le droit suisse non seulement les admet, mais en outre, ne prévoit aucune limitation à de telles clauses en période d'OPA (2°). Se faisant, le droit français prive ses sociétés d'un moyen de défense qui peut s'avérer utile.

1° Un moyen de défense désavoué par le droit français

77.- Prohibition de toutes clauses d'agrément. Les clauses restrictives aux transferts d'actions qui pourraient être insérées dans les statuts en vue d'une défense contre un agresseur sont, en droit français, dépourvues d'efficacité. D'une part, le code de commerce prohibe expressément les clauses d'agrément statutaires dans les sociétés cotées²⁷⁸. D'autre part, toutes les autres clauses qui pourraient être imaginées et qui restreignent le transfert des actions, telles que les clauses de stabilisation ou les clauses de sortie forcée²⁷⁹ sont rendues inopposables en période d'OPA²⁸⁰ ; de telle sorte que l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'offrant en violation de la clause statutaire est exonéré de responsabilité²⁸¹.

En bref, les clauses d'agrément sont interdites en droit français : que ce soit en période d'OPA ou hors période d'OPA. Ce choix prive les sociétés françaises d'un outil de défense qui peut s'avérer efficace, sans pour autant aller à l'encontre du principe de libre négociabilité des titres qui doit prévaloir sur les marchés règlementés.

2° Un moyen de défense affirmé par le droit suisse

78.- Un membre du « *Klassischen Quintett* ». En droit suisse, non seulement les clauses statutaires qui viennent restreindre le transfert des actions sont permises ; mais, en outre, elles sont considérées comme faisant partie du « *Klassischen Quintett* »²⁸² ; constituant le moyen

²⁷⁸ art. L. 228-23 C. com. inséré par l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004. Auparavant, les clauses d'agrément étaient permises dans les sociétés cotées et suivaient le même régime que celles qui pouvaient être prévues dans les sociétés non cotées. Mais le règlement général de l'AMF prévoyait que de telles clauses étaient suspendues en période d'offre publique d'acquisition (ancien art. 231-6 RGAMF) ; ce qui était critiqué en raison de l'atteinte qui en résultait au principe de hiérarchie des normes.

²⁷⁹ Voy. H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 13-2°.

²⁸⁰ art. L. 233-34 C. com. Le choix de la sanction, inopposabilité v. suspension a suscité des difficultés lors de l'élaboration de la loi française. Voy. à ce sujet, Rapport LEPETIT, p. 9.

²⁸¹ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 692, p. 119 ; H. Le NABASQUE, *Mesures de défense*, n° 13-1° ; plus nuancé : Y. DREANO / C. PERCHET, op. cit., N° 32, pp. 39 à 40 ; interrogatif : P. PORTIER, op. cit., p. 78.

²⁸² Le *Klassischen Quintett* constitue une combinaison de moyens de défense anti-OPA prévus par les statuts comprenant les restrictions aux transferts d'actions, les limitations l'exercice des droits de vote, les limitations à

de défense préventif le plus répandu²⁸³ et considéré comme étant le plus efficace²⁸⁴. Prévues dans les statuts de la société²⁸⁵, elles sont opposables à tous, en raison de la publicité²⁸⁶ qui en résulte, et notamment, en période d'OPA, à l'auteur de l'offre. Pour citer un exemple, une telle clause a permis à Nestlé SA de se protéger contre une éventuelle contre-attaque, lors de la bataille boursière qui l'opposait à une société anglaise²⁸⁷.

Nous exposerons, d'une part, le régime et les effets des clauses d'agrément, puis les motifs qui peuvent être opposés à l'acquéreur ainsi que les questions de compétence et de pouvoir.

79.- Aperçu du régime et des effets des clauses suisses d'agrément. S'agissant des sociétés cotées en bourse²⁸⁸, les clauses statutaires restreignant le transfert des actions sont permises, mais strictement encadrées. Elles correspondent à des clauses d'agrément²⁸⁹ particulières qui ne peuvent concerner que les actions nominatives²⁹⁰.

Stricto sensu, ces clauses ne constituent pas un obstacle au transfert d'actions. En effet, en cas de refus d'agrément, les actions sont transférées à l'acquéreur et la société émettrice ne peut pas s'y opposer. En revanche, le conseil d'administration peut refuser son inscription au registre des actions²⁹¹, de telle sorte qu'il sera propriétaire des titres mais ne pourra pas faire usage de son droit de vote et des droits y afférant. Ainsi si les statuts ont prévu un pourcentage

la représentation, la difficulté de rejet des dirigeants et le fait de rendre plus difficile toute modification de certaines clauses des statuts. Voy. P. NOBEL, *EU-Richtlinie*, p. 56. Voy. également : S. WERLEN, op. cit., p. 125.

²⁸³ Voy. déjà la FF 1993 I 1314 qui énonçait que la mesure de défense la plus répandue consiste pour les sociétés à émettre des actions nominatives, dont le transfert n'est validé qu'après l'agrément du conseil d'administration. Selon C. GEHRER, *Staturische Abwehrmassnahmen*, p. 107, seulement 37 des 278 sociétés enquêtées ne disposaient pas de telle clause.

²⁸⁴ S. WERLEN, op. cit., p. 126 ; A. RÖTHLISBERGER/E. NÄGELI, op. cit., p. 59.

²⁸⁵ Les restrictions de la transmissibilité des actions nominatives ne sont valables qu'à la condition de figurer dans les statuts (art. 627 ch. 8 CO).

²⁸⁶ Toute décision de l'assemblée générale ou du conseil d'administration modifiant les statuts doit faire l'objet d'un acte authentique et être inscrite au registre du commerce (art. 647 CO).

²⁸⁷ Voy. Rép. D., n° 150, p. 20. Les auteurs précisent que nombreux furent ceux qui protestèrent contre le déséquilibre de la bataille boursière ; les sociétés anglaises ne disposant pas d'une telle arme.

²⁸⁸ Tout comme le droit français, le régime de ces clauses d'agrément diffère selon que la société est cotée ou non. Lorsque la société n'est pas cotée, le régime ainsi que les effets de telles clauses sont similaires, à quelques différences près, en droit suisse et en droit français (art. L. 228-23 C. com. et art. 685b et 685c CO). Ne seront envisagées ici que le régime des clauses d'agrément qui peuvent être prévues dans les sociétés cotées.

²⁸⁹ Mais la société ne dispose pas d'un droit de préemption sur les actions faisant l'objet du transfert : P. MONTAVON, *Droit suisse de la SA*, 2004 : Ed. juridiques AMC, 3^{ème} éd. p. 201.

²⁹⁰ Cette possibilité n'est pas offerte pour les actions au porteur. Le droit français prévoit, pour les sociétés non cotées, un régime similaire à l'art. L. 228-23 al. 2 C.com (« Une clause d'agrément ne peut être stipulée que si les titres sont nominatifs en vertu de la loi ou des statuts »).

²⁹¹ Lorsque les actions sont acquises en bourse, les droits passent à l'acquéreur du fait du transfert et la banque de l'aliénateur doit annoncer immédiatement à la société le nom du vendeur et le nombre d'actions vendues (art. 685f al. 1^{er} et 685e CO). L'acquéreur n'est pas légitimé auprès de la société tant qu'il n'est pas inscrit dans ses registres (art. 686 al. 4 CO). Lorsque les actions sont acquises hors bourse, l'acquéreur ne peut exercer ni le droit de vote ni les autres droits qui y sont attachés tant qu'il n'a pas été reconnu par la société (art. 685f al. 3 CO).

de 5%, l'actionnaire peut certes acquérir 10% des actions, mais il ne pourra exercer les prérogatives relatives aux droits de vote que dans la limite de 5% si l'agrément vient à lui être refusé²⁹². L'actionnaire concerné peut, en revanche, exercer les droits de nature pécuniaire attachés à l'ensemble des actions²⁹³.

80.- Motifs de refus. Les motifs de refus sont strictement encadrés par la loi. La société ne peut refuser comme actionnaire l'acquéreur d'actions nominatives cotées en bourse que si les statuts prévoient une limite en pour-cent des actions nominatives jusqu'à laquelle un acquéreur doit être reconnu comme actionnaire, et que cette limite est dépassée²⁹⁴. Il s'agit là du seul motif de refus possible²⁹⁵. Cette limite peut être fixée lors de la fondation de la SA mais également ultérieurement²⁹⁶. Dans ce dernier cas, la clause d'agrément ne pourra pas avoir d'effet rétroactif pour les actionnaires détenant déjà un nombre d'actions dépassant la limite statutaire nouvellement prévue²⁹⁷.

81.- Compétences et pouvoirs. C'est le conseil d'administration qui est compétent pour accorder l'agrément à un acquéreur, lorsque celui-ci dépasse les seuils statutaires²⁹⁸. Il dispose pour ce faire d'un délai de vingt jours. Passé ce délai, l'acquéreur est réputé reconnu comme actionnaire²⁹⁹.

La question s'est posée de savoir si l'octroi d'éventuelles dérogations à une clause d'agrément était possible. La question se pose, en particulier, lorsque la clause statutaire confère à l'acquéreur une certaine marge d'appréciation. La doctrine est controversée, mais elle s'accorde sur le fait que la mise en œuvre de telles clauses doit être conforme au principe d'égalité de traitement des actionnaires et reposer sur des critères objectifs, une pratique

²⁹² M. BAUEN/R. BERNET, *Schweizer Aktiengesellschaft*, 2007 : Schulthess, p. 64, n° 206.

²⁹³ H. KLÄY, *Die Vinkulierung, Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht*, 1997 : Helbing & Lichtenhahn, p. 514 ; P. BÖCKLI, op. cit., n° 653, p. 378.

²⁹⁴ art. 685d al. 1^{er} CO.

²⁹⁵ Des restrictions légales à la libre transmissibilité des actions sont parfois prévues. Tel est notamment le cas si l'acquéreur n'a pas déclaré expressément avoir acquis en son propre nom et pour son propre compte des actions sur la demande de la société émettrice (art. 685d al. 2 CO). Malgré la différence de régime, la sanction encourue rejoint celle du droit français : la suspension des droits de vote (Voy. les articles L. 228-1 et ss ; en particulier les articles L. 228-3-3 et L. 228-3-3 C. com. pour les sanctions).

²⁹⁶ La restriction de la transmissibilité des actions nominatives nécessite une décision de l'assemblée générale recueillant au moins les deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées (art. 704 al. 1^{er} ch. 3 CO).

²⁹⁷ P. MONTAVON, op. cit., *ibidem* ; S. du PASQUIER/M. OERTLE, *Les restrictions au transfert des actions nominatives liées*, in : AJP/PJA 6/92, p. 762 ; P. BÖCKLI, n° 68, p. 589.

²⁹⁸ P. BÖCKLI, op. cit., n° 33, p. 576.

²⁹⁹ art. 685g CO.

constante, exempte d'arbitraire et n'allant pas à l'encontre de l'objectif poursuivi par la clause d'agrément³⁰⁰.

La commission des OPA a eu l'occasion de se pencher sur la question³⁰¹. En l'espèce, le conseil d'administration avait fait une application discriminatoire d'une clause d'agrément qui prévoyait que le conseil d'administration pouvait refuser d'inscrire un acquéreur d'actions nominatives en tant qu'actionnaires à part entière pour autant que le nombre d'actions qu'il détient dépasse trois pour cent du total des actions nominatives inscrites au registre des actions. Le conseil d'administration de la société cible avait fait une application plus stricte de la clause à un groupe d'actionnaires. Selon lui, cette inégalité de traitement était justifiée par des considérations objectives. Il faisait, en effet, valoir que l'actionnaire agréé avait contribué au développement de l'entreprise en participant à son financement et que des relations à la fois historiques et sociales existaient entre ces sociétés.

La Commission des OPA rejette ces arguments : selon elle, les motifs avancés ne sont pas pertinents et la politique d'inscription au registre des actions de la société cible ne peut pas être qualifiée de cohérente. Elle estime, en outre, que le fait que la prise de participation du groupe non agréé soit motivée par des considérations financières ne permet pas de justifier une inégalité de traitement. En conclusion, la Commission des OPA considère que le conseil d'administration de la société cible « ne revendique rien moins que la faculté de définir la composition de l'actionnariat selon son bon vouloir et de refuser le droit de vote aux actionnaires qui ne sont pas favorables à sa politique. Une telle conception est incompatible avec l'art. 685d, qui n'autorise qu'un seul motif de refus d'inscription avec droit de vote au registre des actions : le dépassement d'une limite de participation, exprimée en pour-cent »³⁰². Au final, nous pouvons constater que si la clause d'agrément est permise, sa mise en œuvre est encadrée par le principe d'égalité de traitement des actionnaires et ne peut empêcher un actionnaire que dans l'exercice de ses droits politiques. Une telle possibilité offerte par la législation permet donc d'aboutir à un juste équilibre entre le principe de libre transmissibilité des actions et l'utilité que peut revêtir les clauses d'agrément dans les sociétés anonymes.

³⁰⁰ H. KLÄY, op. cit., p. 230.

³⁰¹ Recommandation de la Commission des OPA du 4 juillet 2001, *Dérogation à l'obligation d'Edelman Value Partners L.P., New York, USA, Edelman Value Fund Ltd., Luxembourg, Paper I Partners L.P., Luxembourg, Paper II Partners L.P., Luxembourg, et The Wimbledon Fund Ltd., Nassau, Bahamas, de présenter une offre publique d'acquisition aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier*, consid. 1.3.1 à 1.3.4.

³⁰² Cette recommandation a fait l'objet d'un recours devant la Chambre des offres publiques d'acquisition de la C.F.B. puis devant le Tribunal fédéral (ATF 2A.394/2000). Ce dernier n'a pas répondu à la question de savoir sous quelles conditions le conseil d'administration pouvait refuser d'agréer les actionnaires. Il a simplement répondu à la question de savoir si l'offrant était dans l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition même si il ne bénéficiait pas des droits de vote.

D'autant plus que l'acquéreur qui se voit refuser illicitement l'agrément, c'est-à-dire sans motif ou pour un motif non réalisé³⁰³, pourra actionner la société, et cette dernière sera tenue de reconnaître son droit de vote ainsi que les droits attachés au droit de vote à partir du jour du jugement³⁰⁴. Elle devra, en outre, réparer le dommage que l'acquéreur a subi du fait de son refus, à moins que la société ne prouve qu'aucune faute ne lui est imputable³⁰⁵.

B. L'utilité et le pragmatisme de la solution helvétique

82.- Champ d'analyse. La discussion ne devrait porter que sur la suspension de telles clauses une fois l'OPA déclenchée. Le fait qu'elles soient interdites en France, permises en Suisse, que ce soit en période d'OPA ou en dehors de celle-ci conduit nécessairement à élargir la discussion. Il s'agit d'analyser les objections qui pourraient être apportées aux clauses d'agrément telles que prévues par la législation suisse. Puis, d'analyser leur utilité.

83.- Deux objections réfutées. Deux objections peuvent être faites aux clauses d'agrément telles qu'elles sont prévues en droit suisse : la première tient au principe de libre négociabilité des actions sur les marchés réglementés, la seconde tient au fait qu'elle constituerait un moyen de défense absolu.

A priori, permettre une clause d'agrément dans les statuts des sociétés cotées heurte les règles de libre négociabilité des actions prévues par le droit français³⁰⁶ et prônée par la législation européenne³⁰⁷ et ce faisant entraverait les opérations boursières³⁰⁸. Deux arguments vont à l'encontre de cette objection. D'une part, tel que le Tribunal fédéral l'a souligné, si le fonctionnement du marché boursier et la limitation au transfert des actions cotées paraissent contradictoires, les clauses d'agrément se trouve justifiées par l'objectif poursuivi par la législation suisse : permettre une répartition équilibrée du capital-actions³⁰⁹. Il s'agit, en effet,

³⁰³ P. MONTAVON, op. cit., p. 208. H. KLÄY, op. cit., p. 288.

³⁰⁴ art. 685f al. 4, 1^{ère} phr. CO.

³⁰⁵ art. 685f al. 4, 2^{ème} phr. CO.

³⁰⁶ F. THEIMER, *Les clauses d'agrément*, JCP éd. E. n° 44, 3 novembre 2005, 1587.

³⁰⁷ Règles de libre négociabilité des actions : art. 46 de la directive 2001/34/CE du parlement et du conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission des valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, JOCE, 6 juillet 2001.

³⁰⁸ Notons que la CJCE a estimé, dans un arrêt rendu le 2 juin 2005 que les clauses de plafonnement du droit de vote, mis en place par un décret, peuvent être contraires au principe de libre circulation des capitaux : CJCE, 2 juin 2005, affaires. C-174/04, Commission des Communautés européennes c/ République italienne, note : R. KADDOUCH, in : Lexbase Hebdo n° 178 du 28 juillet 2005, Ed. Affaires. Comme le souligne le commentateur, sont visées les clauses résultant d'un texte législatif, non lorsque elles sont d'origine statutaire.

³⁰⁹ ATF 2A.394/200 consid. 3.g).

d'éviter que le contrôle de la société ne soit exercé que par quelques gros actionnaires³¹⁰. Or, un tel objectif est également poursuivi par la législation française en ce qui concerne les clauses de plafonnement des droits de vote³¹¹. D'autre part, le transfert des actions ne se trouve pas limité en droit suisse par la clause d'agrément : tel que nous l'avons souligné, il s'agit simplement d'empêcher l'actionnaire d'exercer ses droits de vote. Quant à leurs effets, les clauses d'agrément et celles limitant les droits de vote sont donc similaires. La première objection, l'atteinte au principe de libre négociabilité des actions, se trouve ainsi réfuté.

Le deuxième argument tient au fait que des clauses d'agrément constitueraient des moyens de défense absolus ; lesquelles doivent être éliminées³¹². Il est vrai, que les clauses d'agrément peuvent constituer des moyens de défense efficaces. Elles pouvaient, sous l'ancienne législation être considérées comme absolues, car la loi n'exigeait aucun motif de refus pour leur mise en œuvre³¹³. Mais tel n'est plus le cas aujourd'hui. Leur mise en œuvre ne peut résulter que du franchissement du seuil statutaire. La recommandation de la Commission des OPA a ainsi démontré, que loin de constituer une défense absolue. Son efficacité peut, en cas d'abus ou d'application discriminante, être désactivée. Il s'ensuit qu'une telle clause d'agrément ne constitue pas un moyen de défense absolu, mais, au contraire, simplement une protection supplémentaire. Ajoutons que tout comme les clauses de plafonnement prévues par le droit français, les clauses d'agrément respectent l'égalité de traitement des actionnaires³¹⁴. En pratique, leur efficacité dépendra de la structure du capital et de l'organisation de la société³¹⁵. En revanche, elles présentent certains avantages que la clause de plafonnement des droits de vote ne présente pas.

84.- Utilité de la clause d'agrément. La première utilité de la clause d'agrément réside dans sa flexibilité : pour autant que les statuts prévoient des critères objectifs, ne laissant que peu de marge d'appréciation au conseil d'administration, elle permet d'éviter une concentration du pouvoir au sein de l'actionnariat de la société. Elle permet, en outre, de rétablir l'égalité des armes entre l'offrant et la société cible, en accordant à cette dernière un moyen de protection contre certains agresseurs³¹⁶. Et leur efficacité pourra être renforcée : la clause

³¹⁰ En ce sens, H. KLÄY, op. cit., p. 131.

³¹¹ Voy. R. KADDOUCH, *La clause statutaire de plafonnement des voix*, in : JCP éd. E n° 15, 14 avril 2005, 620, n° 2.

³¹² Voy. A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 332, p. 62, qui vise expressément les clauses d'agrément.

³¹³ Pour cet aspect du régime antérieur, Voy. S. du PASQUIER/M. OERTLE, op. cit., p. 762.

³¹⁴ Voy. l'art. L. 225-125 qui prévoit expressément que la limitation doit être imposée à toutes les actions.

³¹⁵ C. GEHRER, *Statorische Abwehrmassnahmen*, p. 150.

³¹⁶ En ce sens, Rép. Dalloz, n° 314, p. 52 ; *contra*, mais nuancé : J. IFFLAND, op. cit., p. 73.

d'agrément pourrait concerner, par exemple, un groupe d'actionnaires agissant de concert³¹⁷. Les statuts peuvent également prévoir des différences entre diverses catégories d'actionnaires pour autant que ces différences de traitement reposent sur des critères objectifs : Il peut ainsi être prévu un seuil de 5% pour les personnes physiques et un seuil de 10% pour les personnes morales³¹⁸. Or une telle possibilité est remise en doute concernant les clauses limitatives de droit de vote³¹⁹. A notre avis, en ce qu'elles visent à conserver un certain équilibre dans la société, elles ne devraient pas faire l'objet d'une suspension en période d'offre publique. C'est justement à ce moment, c'est-à-dire en pleine bataille boursière, qu'un tel équilibre doit pouvoir être conservé³²⁰. Au final, de telles clauses d'agrément pourraient être adoptées en droit français ; et l'encadrement que leur apporte le droit suisse pourrait servir de modèle à une éventuelle réforme législative.

³¹⁷ U. SCHENKER, *Öffentliche Übernahmeangebote rechtliche und steuerliche Aspekte*, 2005 : Baker & McKenzie, p. 178 ; P. BÖCKLI, n° 60 et ss., pp. 586 et ss.

³¹⁸ P. BÖCKLI, op. cit., n° 56, p. 585.

³¹⁹ Malgré une décision de la COB qui les approuvait, un auteur les remet en doute, considérant qu'il s'agit d'une pratique déloyale : Voy. R. KADDOUCH, op. cit. n° 13.

³²⁰ En ce sens : Rapport GAILLY, p. 17.

§2. Les restrictions statutaires aux clauses de plafonnement des droits de vote

85.- Aperçu. Dans le cas où l'offre réussie, le droit français prévoit la suspension des clauses de plafonnement des droits de vote. Une telle solution n'est pas retenue par la législation suisse ; *de facto*, néanmoins, le même résultat est atteint.

86.- La transposition française de la règle de la « percée ». La règle dite de la « percée » permet à l'initiateur de prendre le contrôle effectif de la société, une fois l'offre réussie. Il s'agit d'une règle réaliste³²¹ et saine³²², qui était déjà prévue par la législation française³²³. La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 a confirmé cette solution³²⁴ ; sans rien apporter de nouveau³²⁵. Il est ainsi prévu que les effets d'une limitation statutaire aux droits de vote sont suspendus pour la tenue de la première assemblée générale qui clôture l'offre lorsque l'acquéreur vient à détenir, seul ou de concert, une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée au moins égale à la modification des statuts et dans la limite des trois quarts³²⁶. Cette règle paraît naturelle, car « Il n'est rien de plus frustrant que de ne pas pouvoir entrer dans la maison que l'on vient d'acheter »³²⁷ ; une autre possibilité serait-elle néanmoins envisageable ?

87.- L'affirmation suisse de la suprématie des actionnaires. La règle de la « percée » n'est pas prévue par la législation suisse. Il en résulte que tant les clauses d'agrément que les clauses limitatives des droits de vote sont opposables à l'acquéreur non seulement lors de l'OPA mais également à l'issue de celle-ci. Ce n'est pas pour autant que l'offrant ne sera pas frustré en cas de succès de l'OPA : celui-ci subordonne le plus souvent son offre à la

³²¹ M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151.

³²² Rapport GAILLY, p. 17.

³²³ La COB avait posé le principe de la caducité automatique des clauses de limitation des droits de vote dans son rapport annuel de 1993 (pp. 50 à 51).

³²⁴ Transposant ainsi l'art. 11 para. 4 de la directive OPA.

³²⁵ Voy. A.A. MAGGIAR/H. de ROBILLARD, *La transposition en France de la directive sur les offres publiques : ouverture ou repli ?*, in : Décideurs : stratégie, Finance & droit, n° 70, p. 38. Un auteur note qu'il s'agit d'une codification de la pratique. Voy. F. GRILLIER, *Nouveau cadre législatif concernant les mesures de défense anti-OPA. Enjeux et incertitudes.*, in : RTDF N° 3 – 2006, p. 100.

³²⁶ art. L. 225-125 al. 2 C. com. et 231-43 RGAMF.

³²⁷ A. VIANDIER, *OPA/OPE*, n° 703, p. 123.

condition que de telles dispositions soient abrogées et c'est donc l'assemblée générale qui se prononcera sur la question³²⁸.

88.- Divergence de moyens, convergence de résultat. Si à priori, la solution retenue par le droit suisse est critiquable, on remarque qu'au final, les limitations statutaires aux droits de vote se trouvent, comme en droit français, suspendues à l'issue d'une OPA réussie. Les moyens utilisés sont, néanmoins, différents : tandis que le législateur français facilite la tâche de l'offrant, le législateur suisse ne lui apporte aucun soutien. En d'autres termes, le droit suisse laisse aux opérateurs le soin d'être précautionneux, le droit français protège l'offrant. Une protection de trop ?

³²⁸ J. IFFLAND, op. cit., p. 72.

CONCLUSION AU CHAPITRE II.

89.- Vers une démocratie actionnariale ? Dans le cadre de ce chapitre, notre objectif a été double. Le premier a consisté à répondre à des questions communes et nous avons démontré que l'intervention de l'assemblée générale préalablement à toute offre dans les compétences du conseil d'administration est rendue difficile. Le second objectif a été de démontrer qu'une clause d'agrément telle que prévue par la législation pouvait constituer un moyen de défense qui n'allait pas nécessairement à l'encontre des principes du droit boursier et du droit des sociétés. Cette faculté offerte aux entreprises suisses permettra-t-il de justifier de contester le caractère équivalent des mesures en cas d'attaque d'une société suisse sur une société française ? Nous ne le pensons pas : le caractère équivalent de la mesure devrait s'apprécier au regard des pouvoirs conférés aux dirigeants et non les clauses statutaires qui pourraient éventuellement s'appliquer³²⁹. Or, comme nous l'avons vu, ces clauses sont strictement encadrées par la législation suisse et ne peuvent pas être mises en œuvre de manière discriminante. Il en résulte qu'une entreprise française ne pourra pas, dans cette hypothèse, invoquer l'exception de réciprocité.

En conclusion, on remarquera que si le droit français veut promouvoir la démocratie actionnariale, l'objectif ne semble pas être atteint. Mis à part les difficultés pratiques, le droit lui-même semble porter atteinte à la suprématie des actionnaires en particulier en neutralisant les protections statutaires alors qu'une plus grande démocratie actionnariale pourrait également signifier une plus grande liberté dans l'élaboration du pacte social.

³²⁹ L'art. L. 233-33 C. com. vise expressément et uniquement l'art. L. 233-32 C. com., c'est-à-dire le principe de neutralité des dirigeants et non les « neutralisations des restrictions » ; malgré l'opposition initiale du Sénat : Voy. M. AUBERT/T. COTTY/N. RONTCHEVSKY, op. cit., n° 66, p. 19.

CONCLUSION GÉNÉRALE

90.- Une égalité de jeu atteinte. Au final, nous pouvons constater que la mise en œuvre des moyens de défense entre sociétés suisses et françaises aboutissent à des résultats comparables. Le droit français offre à ses entreprises un moyen particulier de défense avec les bons d'offre, tandis que le droit suisse prévoit des solutions originales avec les clauses d'agrément. On pourrait donc en déduire une certaine égalité des règles de jeux entre les sociétés françaises et les sociétés suisses ; et ce malgré le fait que la Suisse ne fasse pas partie de l'Union Européenne.

91.- Des solutions suisses plus pragmatiques. Nous avons souligné à plusieurs reprises le pragmatisme des solutions suisses. Les solutions françaises paraissent, en effet, plus touffues³³⁰. Pourtant et pour ne citer que cet exemple, la législation suisse semble prendre en compte plus d'événements susceptibles d'affecter la mise en œuvre des moyens de défense que le droit français : ainsi en va-t-il des critères posés par l'ordonnance sur les OPA qui prévoient les cas dans lesquels une modification de l'actif ou du passif de la société cible sera présumée significative. D'autres éléments contribuent à une plus grande clarté du droit suisse : on peut citer par exemple le fait que les offres publiques soient soumises à une autorité et à une législation spécifiques ordonnées, ce qui confère une plus grande lisibilité au régime applicable. Il en va différemment en droit français où l'Autorité des Marchés Financiers a une compétence multiple³³¹ qui n'est pas limitée aux offres publiques et où la législation applicable à ces dernières est éparse : il existe, en effet, des dispositions concernant les offres publiques dans le code de commerce, le code monétaire et financier, le règlement général de l'AMF, le code du travail³³², etc. Le fait que la législation procède souvent par renvoi, par exemple pour l'application de la clause de réciprocité, complexifie d'autant plus la matière. Les nombreuses réformes que le droit français a connues dans le cadre des offres publiques qu'il s'agisse de la législation ou des autorités compétentes ne tendent pas à simplifier sa lecture. Nous ne pouvons que le regretter : ainsi conçu, le droit français non

³³⁰ La justification de cette complexité tiendrait aux « origines tumultueuses » de la réforme : Voy. A. COURET, *OPA, Les enjeux du nouveau cadre juridique, Propos introductif*, in : RLDA, avril 2007, N° 15, p. 68.

³³¹ Voy. la large mission conférée à l'AMF, en vertu de l'art. L. 621-1, 1^{ère} phr. CMF : elle doit veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous les autres placement donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

³³² art. L. 432-1 et L. 439-2 du Code du travail.

seulement rend son approche plus difficile, en particulier pour des investisseurs étrangers, mais surtout rend sa réception dans d'autres pays et en particulier en Suisse plus difficile. C'est ainsi que le projet de réforme du droit des sociétés dans son exposé des solutions retenues en droit comparé ne consacre, dans certains domaines, aucune référence au droit français à la différence du droit américain ou du droit allemand³³³.

92.- D'aujourd'hui à demain : un essor en recul ? Les législations suisse et française sont complexes. Peut-être que la matière l'exige. Elles poursuivent, néanmoins, une idéologie commune favorable aux OPA³³⁴. Cet objectif est-il atteint ? En France, l'année 2006 a été marquée par une faible activité dans le domaine des offres publiques ; la plus faible constatée depuis la fin des années 90³³⁵. Une telle diminution est peut-être, simplement, le fait de la conjoncture économique. Il peut également résulter de la complexité croissante des législations en matière d'offre publique d'acquisition qui peut dissuader les intervenants de recourir à la procédure d'OPA pour acquérir des entreprises et se tourner vers d'autres modes d'acquisition ; où les droits des actionnaires ne seraient plus respectés³³⁶. Imposer trop de contraintes aux acteurs du marché pourrait-il être contre productif ?

³³³ Voy. par exemple : C. von der CRONE, *Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts, Teil 3: Corporate Governance*, concernant notamment la responsabilité des organes dirigeants. Disponible sur le site de l'administration fédérale de la confédération suisse : http://www.ejpd.admin.ch/ejpd/fr/home/themen/wirtschaft/ref_gesetzgebung/ref_aktienrechtsrevision.html (consulter le 5 mai 2008).

³³⁴ Voy. M. GERMAIN, op. cit., p. 152 en ce qui concerne la directive OPA.

³³⁵ Rapport Annuel de l'AMF 2006, p. 133.

³³⁶ En ce sens : J. IFFLAND, op. cit., p. 78. L'auteur estime, en substance, que les contraintes imposées tant à la société cible qu'à l'offrant sont néfastes pour le développement des offres publiques d'acquisition.

BIBLIOGRAPHIE

Pour une plus grande lisibilité, nous présenterons les sources suisses (I.), puis les sources françaises (II.) et enfin les généralités et les sources Internet (III.).

I. Sources suisses

A. Thèses, Traités, Manuels, Monographies

- R. BAHAR *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions, Une approche systématique*
2004 : Schulthess
- M. BAUEN/R. BERNET *Schweizer Aktiengesellschaft*
2007 : Schulthess
- P. BÖCKLI *Schweizer Aktienrecht*
2004 : Schulthess, 3^{ème} éd.
- A. BOHRER *Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland, The Mechanics of Mergers, Acquisitions, Buyouts, Private Equity Transactions and Restructuring and their Impact on the Governance of Corporations under Swiss Law*
2005 : Schulthess
- C. B. BÜHLER *Die neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten, nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU*
2002 : Schulthess
- M. FELDMANN *L'obligation de présenter une offre publique d'acquisition à la suite d'une prise de contrôle*
1999 : Shaker Verlag [thèse de doctorat]
- I. FRAUENFELDER *Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG : eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekontext*
2001 : Schulthess
- C. GEHRER *Statorische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen, Eine Untersuchung der an der SWX kotierten schweizer Aktiengesellschaften*
[Schweizerschriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht
Herausgegeben von Prof. Dr. P. FORSTMOSTER : Band 225]
2003 : Schulthess
Cité : C. GEHRER, *Statorische Abwehrmassnahmen.*

- H. KLÄY *Die Vinkulierung, Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht*
1997 : Helbing & Lichtenhahn
- P. MONTAVON, *Droit suisse de la SA*
2004 : Ed. juridiques AMC, 3^{ème} éd.
- P. NOBEL *Schweizerisches Finanzmarktrecht, Einführung und Überblick*
2004 : Stämpfli, 2^{ème} éd.
Cité : P. NOBEL, *Finanzmarktrecht*.
- R. TSCHÄNI/
J. IFFLAND/
H.-J. DIEM *Öffentliche Kaufangebote*
2007 : Schulthess
- A. P. RÖTHLISBERGER/E. NÄGELI *Defending against a Hostile Bid*
[Schriften zum Aktienrecht, Herausgegeben von J. Druey und Prof. P. Forstmoser]
2004 : Schulthess
- U. Schenker, *Öffentliche Übernahmeangebote rechtliche und steuerliche Aspekte*
2005 : Baker & Mckenzie.
- M. STEINMANN *Präventive Abwehrmassnahme zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes*
[Reihe Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 21]
1989 : Rüegger
- R. TSCHÄNI *M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht*
2003 : Schulthess
- R. TSCHÄNI/
M. OERTLE *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Bundesgesetz über die Börsen und den Effekthandel (Börsengesetz, BEHG), Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG) Art. 161, 161bis, 305bis, 305ter Strafgesetzbuch*
[Herausgeber N.P. VOGT und R. WATTER]
1999 : Helbing & Lichtenhahn
- D. ZOBL/S. KRAMER *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*
2004 : Schulthess
- A. WELTI *Aktienrückkauf, Theoretische Erklärungsansätze, Praktische Durchführung, Situation in der Schweiz*
2002 : Versus

S. WERLEN *Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Darstellung nach schweizerischem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie unter Berücksichtigung des Vorschlags für eine 13. Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote*
[Schweizer Schriften zum Bankrecht,
Herausgegeben von D. ZOBL, M. GIOVANOLI, G. HERTIG]
2001 : Schulthess

B. Articles de doctrine

T. AMSTUTZ/
P. GEOTSCHI/M. EGGEN *Praxis der Übernahmekommission*
in : Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen
2007/2008, Schulthess, pp. 167 à 191.

Pratique de la Commission des OPA
in : Perspectives et risques de nouveautés juridiques
2006/2007, Schulthess, p. 101 à 121.

U. BERSCHINGER, *Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen*
in : SJZ 94 (1998) Nr. 15, pp. 329 à 334.

R. Von BÜREN/
T. BÄHLER *Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, Ein weiteres Kapitel in der Discussion um die Einheit des Aktienrechts*
in : AJP/PJA 4/96, pp. 391 à 402.

A. H. LACHAT *Offres publiques d'acquisition : la directive européenne enfin adoptée*
in : CDBF – Actualités,
http://www.unige.ch/droit/cdbf/article.php3?id_article=209
(consulté le 5 mai 2008)

C. GEHRER *Abwehrmassnahmen bei unfreundlichen Übernahmeversuchen*
in : Der Schweizer Treuhänder 5/02, pp. 479 à 484.
Cité : C. GEHRER, *Abwehrmassnahmen*.

J. IFFLAND *OPA hostiles : Le combat est-il équitable ?*
In : Journée 2007 de droit bancaire et financier. – 2008 :
Schulthess, P. 59-78.

J. IFFLAND/
H.-J. DIEM *The International Comparative Legal Guide to : Mergers and Acquisitions*, 2008 : Global Legal Guide, pp. 282 à 288.

S. du PASQUIER/ *Les restrictions au transfert des actions nominatives liées*

- M. OERTLE in : AJP/PJA 6/92, pp. 758 à 764.
- P. NOBEL *Die EU-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote und ihrer Umsetzung in den Mitgliedstaaten*
In: Mergers & [und] Acquisitions X – 2008: Zürich : Schulthess, pp. 1 à 58.
Cité : P. NOBEL, *EU-Richtlinie*.
- H. PETER *Actionnaires et OPA*
In: La société anonyme dans ses rapports avec ses actionnaires, 2001 : Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, pp. 83 à 115.
- C. SCHÄRER *Bedingungen Öffentlicher Übernahmeangebote*
in : Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, 2005 : Schulthess, pp. 71 à 90.
- M. SENN *Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz : Entstehung – Rechtsnatur – Organisation – Ausblick*
in : AJP/PJA 9/97, pp. 1177 à 1184.
- M. SUPERINA *10 Jahre öffentliche Übernahme in der Schweiz*
in : Mergers & Acquisitions X, 2008 : Schulthess, p. 239 à 261.
- D. ZOBL *Rechtsstellung der Zielgesellschaft bei öffentlichen Kaufangeboten*
in : SZW numéro spécial 1997, pp. 62 à 70.
- R. WATTER *Pflichten und handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen*
in: Mergers & Acquisitions IV, Schulthess, 2002, pp. 1 à 17.
- R. WATTER/D. DUBS *Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen*
in : Mergers & Acquisition X, 2008 : Schulthess, p. 174 à 211.

C. Jurisprudence

ATF 2A.394/2000, IIe Cour de droit public, 2 juillet 2001

ATF 2A.25/2007, IIe Cour de droit public, du 6 juin 2007

Décision de la commission fédérale des banques du 19 septembre 2005 dans l'affaire concernant Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten.

Recommandation III de la Commission des OPA du 29 mars 2001, *Revendication dans le cadre de l'offre publique d'acquisition et d'échange de InCentive Capital AG, Zoug, pour toutes les actions nominatives de Sulzer AG, Winterthur.*

Recommandation de la Commission des OPA du 4 juillet 2001, *Dérogation à l'obligation d'Edelman Value Partners L.P., New York, USA, Edelman Value Fund Ltd., Luxembourg, Paper I Partners L.P., Luxembourg, Paper II Partners L.P., Luxembourg, et The Wimbledon Fund Ltd., Nassau, Bahamas, de présenter une offre publique d'acquisition aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier.*

Recommandation de la Commission des OPA du 16 juillet 2001, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier.*

Recommandation I de la Commission des OPA du 11 octobre 2001, *Offre publique d'acquisition de Hansa AG, Bâle, pour 375'000 frs. des actionnaires de ENR Eastern Natural Resources SA, Genève.*

Recommandation du 5 décembre 2001, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, crissier.*

Recommandation du 18 mars 2005 de la Commission des OPA, *Offres publiques d'acquisition de AFB Investissement S.A., Luxembourg pour toutes les actions nominatives de Forbo AG, Eglisau.*

Recommandation du 22 juin 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Hexagon AB (publ), Stockholm, Schweden et de Edelweiss Holdings ApS, Kopenhagen, Dänemark aux actionnaires de Leica Geosystems Holdings AG, Balgach.*

Recommandation III du 3 août 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Sumida Holding Germany GmbH, Neumarkt, Allemagne et de Gatebrook Limited, Nicosie, Chypre, pour toutes les actions nominatives se trouvant dans le public de Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten.*

Recommandation V de la Commission des OPA du 23 août 2005, *Offre publique d'acquisition de Sumida Holding Germany GmbH, Neumarkt, Allemagne et von Gatebrook Limited, Nicosie, Chypre, pour toutes les actions nominatives se trouvant dans le public de Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten.*

Recommandation du 24 août 2005, *Offre publique d'achat de Hexagon AB (publ), Stockholm, Suède, et de Edelweiss Holdings ApS, Copenhague, Danemark, sur les actions nominatives de Leica Geosystems Holdings AG, Balgach.*

Recommandation du 26 septembre 2005 de la Commission des OPA, *Offre publique d'achat de SikaAG, Baar, sur toutes les actions nominatives qui se trouvent dans le public sur Sarna Kunststoff Holding AG.*

Recommandation I du 13 octobre 2006, *Offre publique d'acquisition de OC Oerlikon Corporation AG, Pfäffikon, ayant son siège à Freienbach (auparavant Unaxis Holding AG), aux actionnaires de Saurer AG ayant son siège à Arbon*

D. Documents officiels

BF 1997, *Réglementation et autoréglementation des banques, bourses, négociants, fonds de placement et marchés financiers en Suisse*, 1997 : L. THÉVENOZ/U. ZULAUF, Schulthess.

Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1269.

Cité : FF 1993 I [page]

C. von der CRONE, *Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts, Teil 3: Corporate Governance*. Disponible sur le site de l'administration fédérale de la confédération suisse : http://www.ejpd.admin.ch/ejpd/fr/home/themen/wirtschaft/ref_gesetzgebung/ref_aktienrechtsrevision.html (consulter le 5 mai 2008).

II. Sources françaises et européennes

A. Thèses, Traités, Manuels, Monographies

- F. AUCKENTHALER *Droit des marchés de capitaux,*
2004 : L.G.D.J
- V. de BEAUFORT *Les OPA en Europe*
2001 : Economica.
- M. COZIAN/
A. VIANDIER/
F. DEBOISSY *Droit des sociétés*
2005 : LexisNexis, 18^{ème} éd.
- P. MERLE *Droit commercial, Sociétés commerciales*
2005 : Dalloz, 10^{ème} éd.
- D. SCHMIDT *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*
2003 : Joly éd.
- A. VIANDIER *OPA, OPE, et autres offres publiques*
2006 : Francis Lefebvre, 3^{ème} éd.
Cité : A. VIANDIER, *OPA/OPE*.

B. Articles de doctrine

- M. AUBERT/
T. COTTY/
N. RONTCHEVSKY *Offre publique d'acquisition, la transposition de la directive*
in : RLDA, juin 2006, N° 6, p. 16
- F. BASDEVANT *Gestion des rumeurs préalables à une offre publique : de l'exemple britannique à Danone*
in : RLDA, avril 2007, N° 15, pp. 84 à 85.
- Pouvoirs du conseil d'administration, du directeur général et du président*
in : RTDF n° 1 – 2007, pp. 72 et 81.
- D. BATESON *L'OPA au Royaume-Uni*
in : LPA, 22 novembre 1995, n° 140 pp. 9 et ss.
- V. BOCCARA *Les défenses anti-OPA malmenées par la directive du 21 avril 2004 ?*
in : LPA, novembre 2004 n° 225, p. 3.

- N. BOMBRUN/
F. MOULIN *Défenses anti-OPA : le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006*
in : RTDF, N°1 – 2006, pp. 19 à 26.
- T. BONNEAU *La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition*
in : JCP éd. G. n° 17, avril 2006.
- T. BRUN/R. KADDOUCH *L'exception de réciprocité*
in : Journal des sociétés, Mai 2006, n° 32, pp. 46 à 51.
- D. CARREAU/
H. LETRÉGUILLY *V° Offres publiques (OPA, OPE, OPR)*
In : Répertoire Sociétés D. septembre 2007.
Cité : Rép. D.
- P.-Y. CHABER *Le nouveau régime des offres publiques, transposition de la 13^{ème} directive*
[Intervention] Colloque de la Chambre de commerce et d'industrie de paris du 7 juin 2006, p. 15.
- C. CLERC *Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA*
in : RTDF n° 1-2006, p. 29 n° 13.
- P.-H. CONAC *Les bons de souscription d'actions « plavix » et les principes généraux des offres publiques*
in : Rev. des sociétés 2005, p. 321.
- A. COURET *OPA, Les enjeux du nouveau cadre juridique, Propos introductif*
in : RLDA, avril 2007, N° 15, p. 68 à 71.
- P.-F. CUIF *Le conflit d'intérêt, Essai sur la détermination d'un principe juridique en droit privé*
in : RTD Com. 2005, p. 1.
- J.-J. DAIGRE/
P. PORTIER/
P.-H. CONAC/
B. DONDERO *Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée,*
in : Option finance n° 798 du 6 septembre 2004, pp. 35 à 37.
- R. DAMMANN/U. VOLK *Le patriotisme économique : Une réalité des deux côtés du Rhin ?*
in : D. 2006, p. 1674.
- F. DEBOISSY *L'essentiel des réformes : Le renforcement de la démocratie actionnariale*
in : LPA, 2 août 2007 n° 154, p. 13.
- M.-N. DOMPÉ *La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres,*

- in : Droit des sociétés n° 11, novembre 2006, Etude 19.
- O. DOUVRELEUR *Les principales évolutions réglementaires*
in : RLDA N° 15, avril 2007, pp. 71 à 74.
- O. DOUVRELEUR/
C. UZAN *Projet de modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : vers un renouveau des offres publiques d'acquisition ?*
in : Bull. Joly Bourse, mai 2006 n° 3, p. 275.
- Y. DREANO/
C. PERCHET *Les mesures de défense préventives*
in : Journal des sociétés, mai 2006 N° 32, p. 38 à 45.
- O. DUFOUR *La directive OPA déclenche les passions*
in : LPA, mars 2006 n° 45, p. 4.
- J. A. FANTO *L'OPA aux Etats-Unis (principes de représentation)*
in : LPA, 22 novembre 1995, n° 140, pp. 16 et ss
- F. GRILLIER *Nouveau cadre législatif concernant les mesures de défense anti-OPA. Enjeux et incertitudes.*
in : RTDF N° 3 – 2006, pp. 100 à 102.
- P.-A. GAILLY *Les OPA communautaires - Propositions de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris – Rapport présenté au nom des Commissions juridiques, économiques et financière et adopté par l'Assemblée Générale du 19 décembre 2002.*
Cité : Rapport GAILLY.
- M. GERMAIN *La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition*
in : GPR, Revue de droit privé communautaire, pp. 150 à 152.
- K.J. HOPT *Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemand après la 13^{ème} directive*
in : D. 2007, p. 462.
- C. de JALINOT *OPA/OPE : – Défense et obligations d'une société cible*
in : JCP éd. E. n° 4, juillet 2007.
- R. KADDOUCH *R. KADDOUCH, La clause statutaire de plafonnement des voix*
in : JCP éd. E n° 15, 14 avril 2005, 620
- B. LECOURT *Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA*
in : Rev. des sociétés 2007, p. 192.
- F. LEPLAT *La réforme du règlement de la C.O.B. relatif aux O.P.A. et*

- les mesures défensives adoptées en cours d'offre*
in : LPA, 29 octobre 2002, n° 216, p 4.
- M. LUBY / M. MENJUCQ V° *Offres publiques d'acquisition (OPA).- Directive n° 2004/25 du 21 avril 2004*
in : JurisClasseur Europe Traité, 05, 2005.
- A.A. MAGGIAR/
H. de ROBILLARD *La transposition en France de la directive sur les offres publiques : ouverture ou repli ?*
in : Décideurs : stratégie, Finance & droit, n° 70, pp. 38 à 39.
- H. Le NABASQUE *Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006*
in : Rev. des sociétés, p. 237, n° 22.
Cité : H. Le NABASQUE, *Mesures de défense.*
- Le droit civil des affaires. Rôle et place des mécanismes du droit civil en droit des affaires, Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés*
in : RTD Com. 1999 p. 273.
- F. PELTIER/F.M. LAPRADE *Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée*
in : Bull. Jolly Bourse, 1^{er} septembre 2004 n° 5, p. 610.
- A. PIETRANCOSTA *Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises*
in : LexbaseHebdo n° 211, avril 2006 – Ed. Affaires.
- A. PIETRANCOSTA/
A. MARÉCHAL *Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la clause de réciprocité*
in : Bull. Joly Bourse 2005 p. 797.
- G. de PONTBRIAND/
G. ADJIMAN/
P.J. BRENUGAT/
A. LISSOWSKI/
T. VASSOGNE/
H. de VAUPLANE *Le retour des OPA*
in : La Revue Banque n° 589 – février 1998, pp. 21 à 38
- P. PORTIER *La transposition de la Directive dans l'Union Européenne : état des lieux huit mois après la date prévue*
in : RLDA, avril 2007, N° 15, pp. 78 à 83.
- P. PORTIER/
N. PARTOUCHE *Les mesures de défense en matière d'offre publique*
in : Journal des sociétés, mai 2006, N° 32, pp. 32 à 37.
- R. SALOMON V° *Les défenses anti-OPA*

- in : JurisClasseur Sociétés Traité, Fasc. 2132, 1^{er} janvier 2008.
- P. SERVAN-SCHREIBER *La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ?.- Comparatif fiducie/stitching*
in : RDBF n° 5, septembre 2007, étude 19.
- Y. SCHMIDT *Artémis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA : l'AMF devra clarifier ses intentions*
in : LPA, 4 juin 2007 n° 111, p. 3.
- J.-P. VALUET *Défenses anti-OPA, Le nouveau régime*
in : Dossier ANSA, décembre 2006, n° 06-023, pp. 1 à 11.
Cité : Dossier ANSA.
- Le décret du 11 décembre 2006 sur les sociétés commerciales*
in : Revue des sociétés 2007, p. 227
- H. de VAUPLANE *Transposition de la directive OPA : bouleversement ou continuité ?,*
in : Revue Banque, N° 674, novembre 2005, pp. 92 à 95.
- D. VIDAL *Les modifications apportées par l'article 17 de la loi n° 2007-1223 du 21 août au régime des rémunérations, indemnités et avantages à caractère différé en faveur des dirigeants des sociétés anonymes inscrites sur un marché réglementé*
in : Bull. Joly Sociétés, novembre 2007 n° 11, p. 1147
- E. WYMEERSCH *Les défenses anti-OPA après la treizième directive commentaires sur l'article 8 de la future directive*
in : Mélanges en l'honneur de Jean Stoufflet,
2001 : L.G.D.J., pp. 397 à 416.

C. Jurisprudence

- Cass. Civ. 4 juin 1946, arrêt « Motte », in : Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale, Tome 1, 1976 : 2^{ème} éd., pp. 297 à 302, note J. NOUREL.
- Cass. Com. 27 février 1996, arrêt « Vilgrain », Bull. civ. IV, n° 65, D. 1996 p. 518, note Ph. MALAURIE.
- Cass. com., 26 novembre 2003, D. 2004, p. 869, note A.-S. DUPRÉ-DALLEMAGNE.
- Cass. Com. 26 mai 2004, in : JCP éd. E n° 38, 16 septembre 2004, 1344, Note : A. VIANDIER
- Cass. Com. 28 novembre 2006, Rev. sociétés 2007, note L. GODON, p. 519.
- Cour d'appel de Paris 15 mars 2000, JCP éd. E 2000, n° 26, p. 1046, note A. VIANDIER.
- Cour d'appel de Paris 16 juin 1993, n° 93/3390, Chevillot et autres c/ Sté Autoroutes services et Corela, in : Bull. Joly Bourse, 1 septembre 1993 n° 5, p. 590 note L. FAUGÉROLAS.
- CJCE, 2 juin 2005, affaires. C-174/04, Commission des Communautés européennes c/ République italienne, note : R. KADDOUCH, in : Lexbase Hebdo n° 178 du 28 juillet 2005, Ed. Affaires.

D. Documents officiels

Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Bruxelles, 21 février 2007.

Cité : Commission Report.

J.-F. LEPETIT, *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition*, juin 2005.

Cité : Rapport LEPETIT.

P. MARINI, *Rapport du sénat N° 268 fait au nom de la Commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi, modifié par l'Assemblée Nationale en deuxième lecture, relatif aux offres publiques d'acquisition*, mars 2006.

Cité : Rapport MARINI.

H. NOVELLI, *Rapport de l'Assemblée Nationale N° 2921 fait au nom de la Commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi, adopté avec modifications par le sénat en 2^{ème} lecture, relatif aux offres publiques d'acquisition (n° 2876)*, mars 2006.

Cité : Rapport NOVELLI.

III. Généralités et sources Internet

R. A. BREALEY/S. C. MYERS

Principles of Corporate Finance
2000 : Irwin McGraw-Hill, 6^{ème} éd.

R. VAITILINGAM

The Financial Times Guide to Using the Financial Pages
2001 : Prentice Hall, 4^{ème} éd.

Global Legal Group

The international Comparative Legal Guide to : Mergers and Acquisitions 2008, disponible sur http://www.iclg.co.uk/index.php?area=4&show_chapter=1810&ifocus=1&kh_publications_id=74
(consulter le 5 mai 2008)

Législation suisse

www.admin.ch

Jurisprudence suisse

www.bger.ch

Pratique de la commission des OPA

www.takeover.ch

Décisions de la CFB

www.ebk.admin.ch

SWX Swiss Exchange (SWX)

www.swx.ch

Jurisprudence
française

et

législation

www.legifrance.gouv.fr

AMF

www.amf-france.org

Dalloz
JurisClasseur
Lextenso

www.dalloz.fr
www.lexisnexus.com
www.lextenso.com

JOUE

<http://eur-lex.europa.eu/JOIndex.do?ihmlang=fr>

TABLES DES MATIÈRES

TABLE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS.....	3
SOMMAIRE	4
INTRODUCTION.....	5
CHAPITRE I. LE POUVOIR ENCADRÉ DES DIRIGEANTS	14
SECTION 1 ^{ÈRE} . LA SOLUTION FRANÇAISE : UNE LIMITATION ABSOLUE À LIBERTÉ D’ACTION DES DIRIGEANTS	15
§1. Le champs d’application de la limitation	15
A. L’exécution de décisions antérieures à l’offre.....	15
B. L’exécution de décisions postérieures à l’offre.....	17
§2. Une limitation critiquable.....	19
A. Critiques tenant à l’incertitude de la limitation.....	19
B. Critiques tenant au caractère absolu de la limitation.....	20
SECTION 2 ^{NDE} . LA SOLUTION SUISSE : UNE LIMITATION TEMPÉRÉE À LA LIBERTÉ D’ACTION DES DIRIGEANTS	25
§1 : L’analyse de l’expérience suisse	26
A. Les différences avec le droit français	26
B. La précision du critère suisse.....	28
§2 : L’apport de l’expérience suisse.....	32
A. L’interprétation du droit français à l’aune de l’expérience suisse.....	32
B. L’exclusion de certains aspects du droit suisse	35
CONCLUSION AU CHAPITRE I.	40
CHAPITRE II. LE POUVOIR ÉLARGI DE L’ASSEMBLÉE GÉNÉRALE	41
SECTION 1 ^{ÈRE} . CONVERGENCE : LE POUVOIR DÉCISIONNEL DE L’ASSEMBLÉE GÉNÉRALE	42
§1 : Un pouvoir décisionnel affirmé.....	42
A. Le principe : une approbation en cours d’offre	42
B. Tempérament : La possibilité d’une autorisation préalable à l’offre.....	46
1° D’une dualité de régime à une possibilité contestée.....	46
a. La dualité de régime prévue par le droit français.....	46
b. Une possibilité remise en cause en droit suisse.....	49
2° Une mise en œuvre rendue illusoire	49
§2. Un pouvoir décisionnel encadré.....	53
A. Les mesures de défense « inadmissibles »	53
B. La proposition d’une solution commune éclairée par la solution suisse	55
SECTION 2 ^{NDE} . DIVERGENCE : LE POUVOIR STATUTAIRE DE L’ASSEMBLÉE GÉNÉRALE.....	58
§1. Les restrictions statutaires au transfert d’actions	58
A. Entre vigueur et limites des clauses restrictives au transfert d’actions	58
1° Un moyen de défense désavoué par le droit français	59
2° Un moyen de défense affirmé par le droit suisse.....	59
B. L’utilité et le pragmatisme de la solution helvétique.....	63
§2. Les restrictions statutaires aux clauses de plafonnement des droits de vote.....	66
CONCLUSION AU CHAPITRE II.....	68
CONCLUSION GÉNÉRALE	69

BIBLIOGRAPHIE	71
I. SOURCES SUISSES	71
A. Thèses, Traités, Manuels, Monographies	71
B. Articles de doctrine.....	73
C. Jurisprudence	74
D. Documents officiels.....	76
II. SOURCES FRANÇAISES ET EUROPÉENNES.....	77
A. Thèses, Traités, Manuels, Monographies	77
B. Articles de doctrine.....	77
C. Jurisprudence	81
D. Documents officiels.....	82
III. GÉNÉRALITÉS ET SOURCES INTERNET	82
TABLES DES MATIÈRES	84
ANNEXE I. LOI FÉDÉRALE SUISSE SUR LES BOURSES ET LE COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES DU 24 MARS 1995 (ETAT LE 1^{ER} JANVIER 2008 ; RS 954.1)	86
ANNEXES II. ORDONNANCE DE LA COMMISSION DES OPA SUR LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION DU 21 JUILLET 1997 (ETAT LE 23 JUIN 1998 ; RS 954.195.1).....	87

ANNEXE I.
LOI FÉDÉRALE SUISSE SUR LES BOURSES ET LE COMMERCE DES
VALEURS MOBILIÈRES DU 24 MARS 1995
(ETAT LE 1^{ER} JANVIER 2008 ; RS 954.1)

**ANNEXES II. ORDONNANCE DE LA COMMISSION DES OPA SUR
LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION DU 21 JUILLET 1997
(ETAT LE 23 JUIN 1998 ; RS 954.195.1)**