

UNIVERSITÉ PANTHÉON- ASSAS PARIS II
MAGISTÈRE DE JURISTE D'AFFAIRES – D.J.C.E.
MASTER 2 DE DROIT DES AFFAIRES
15 mai 2007

Le contrôle des bons d'offre
éclairé par l'expérience américaine

Till Lefranc

Mémoire sous la direction de Madame Nancy Marchand
et de Monsieur le Professeur Germain

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.

A Christophe Clerc, concepteur des bons d'offre français,
pour son aide et ses réponses depuis un an et demi.

Le contrôle des bons d'offre
éclairé par l'expérience américaine

PLAN

Introduction : le caractère nécessaire d'un contrôle des bons d'offre

A. La nécessité des bons eux-mêmes

La création des poison pills aux Etats-Unis

La création des bons d'offre en France

B. La large mise en place des bons

C. La puissance de dilution des bons

1. Le mécanisme des poison pills et des bons d'offre

Aux Etats-Unis

En France

2. Critique du pouvoir de dilution des poison pills américaines

3. Affirmation du pouvoir de dilution aux Etats-Unis et en France

4. Exemple

D. La mauvaise utilisation possible des bons

E. L'expérience du droit comparé

Quel contrôle ?

I. Le contrôle effectué par les actionnaires et l'autorité de marché

A. Le contrôle effectué par les actionnaires

1. L'effet des poison pills sur le prix et sur le comportement des initiateurs

2. Le rôle des actionnaires aux Etats-Unis

Le droit

La doctrine

La pratique

3. Le rôle des actionnaires en France

Le droit

La pratique

B. Le contrôle effectué par l'Autorité de Marché

1. Le rôle joué par la SEC aux Etats-Unis dans le contrôle des poison pills

2. Le rôle joué par l'AMF en France dans le contrôle des bons d'offre

a. Les enseignements de l'affaire « des bons Plavix »

i) La similitude des bons Plavix avec les poison pills, et aujourd'hui avec les bons d'offre

ii) Les enseignements de l'affaire Plavix quant à l'interprétation par l'AMF de sa compétence

iii) L'absence d'immunité pour les défenses adoptées par l'assemblée des actionnaires

iv) Les enseignements de l'affaire Plavix quant aux principes régissant les défenses anti-OPA

b. Les principes pouvant servir de fondement à un contrôle des bons d'offre par l'AMF

i) Les principes du règlement général

ii) L'interdiction des défenses absolues

iii) Le contrôle de la dépréciation du titre

iv) Le contrôle au regard de l'intérêt social

c. L'AMF va-t-elle autoriser le retrait ou la réouverture de l'offre ?

II. Le contrôle effectué par les tribunaux

A. Le contentieux de la responsabilité

1. Les enseignements de la jurisprudence américaine

a. Les décisions fondatrices

i) *Cheff v. Mathes*

ii) *Unocal v. Mesa Petroleum*

iii) *Moran v. Household International*

iv) *Revlon v. MacAndrews*

b. Le perfectionnement du dispositif

i) *Quand faut-il privilégier l'intérêt de l'actionnaire ?*

ii) *Quelles « menaces » justifient la mise en place de défenses ?*

iii) *Jusqu'où les défenses peuvent-elles être renforcées ?*

2. Le développement nécessaire du droit français de la responsabilité

a. La mise à l'écart du principe de non-immixtion, ou la définition de l'intérêt social

i) *La clarification de la notion d'intérêt social dans le contexte des bons d'offre*

ii) *La mise à l'écart du principe de non-immixtion*

b. Les solutions concrètes envisageables en droit français

i) *La responsabilité des dirigeants en cas de non-émission des bons*

ii) *La responsabilité des dirigeants en cas de mise en place des bons*

B. Le contentieux de la nullité

1. La nullité expresse

a. *Le fondement de la nullité*

b. *La nullité facultative*

c. *Nullité facultative ou nullité de plein droit ?*

2. Les cas de nullité non prévus par des textes

a. *La conformité au droit européen*

b. *Le détournement de fonction*

c. *Le droit des obligations*

d. *L'abus de majorité*

e. *L'abus de droit*

Introduction : Le caractère nécessaire d'un contrôle des bons d'offres

Les bons de défense anti-OPA, ou « bons d'offre », ont été mis en place en droit français par la loi du 31 mars 2006 qui introduit dans le Code de commerce un nouvel article L233-32 II qui dispose :

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

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

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

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

L'esprit de ces bons dilutifs est largement inspiré des « rights plans » américains, de la « poison pill » américaine, dont le nom provient d'une analogie avec le domaine de l'espionnage et plus précisément avec la pilule de cyanure que les espions doivent avaler lorsqu'ils sont capturés. Or si la création des poison pills aux Etats-Unis au début des années 80, et en France des bons d'offre grâce à la loi du 31 mars 2006, est apparue comme une nécessité (A), ce mécanisme largement utilisé (B) doit être étroitement contrôlé du fait de sa grande puissance de dilution (C) et de sa mauvaise utilisation possible (D). L'expérience

américaine, tout comme l'expérience japonaise, montrent d'ailleurs la nécessité d'un tel contrôle (E).

A. La nécessité des bons eux mêmes

Les poison pills américaines et les bons d'offre français ont tous deux vu le jour sur le terreau d'une économie libérale favorable aux offres publiques hostiles. Dans cette perspective libérale, les offres publiques sont vues comme un mécanisme permettant au marché d'atteindre un équilibre, en permettant d'allouer les actifs de la société à ceux qui les utiliseront au mieux, et en responsabilisant les dirigeants qui en cas de mauvaise gestion se verraient remplacés après une offre hostile réussie. La création des poison pills aux Etats-Unis et des bons d'offre en France pourrait donc apparaître comme une contradiction face à cette philosophie libérale, mais en réalité cette création n'est qu'une manière de réguler les excès du libéralisme.

La création des poison pills aux Etats-Unis

Ainsi aux Etats-Unis, la présentation qui est majoritairement faite aujourd'hui dans les écoles de droit américaines des circonstances de création de la poison pill est celle d'une nécessité face à un « capitalisme de gangster » (Ronald J. Gilson, *Unocal Fifteen Years Later*, 26 Del. J. Corp. L. 491, 493 (2001)). Comme le dit le juge William B. Chandler¹, « au milieu des années 80,..., de larges groupes...sont devenus la cible de nombreuses offres hostiles, conduites par des « raiders » ou des « greenmailers » désirant soit vendre la cible par appartement soit extorquer de l'argent aux dirigeants. Si certains voyaient ce phénomène de manière positive, dans la mesure où il permettait d'allouer des actifs sous-utilisés à des acheteurs qui les utiliseraient de manière plus efficace, les dirigeants voyaient ce phénomène avec crainte, cherchant désespérément des moyens de se défendre ».

Len Costa indique quant à lui qu'« avant 1985, des financiers comme T. Boone Pickens ou Carl Icahn semaient la terreur chez les dirigeants de sociétés. S'ils voulaient prendre le contrôle d'une société par une offre hostile et vendre la société par appartement il était

¹ William B. Chandler, « Hostile M&A and the poison pill in Japan : a judicial perspective », *Columbia business law review*, 2004.

difficile de les stopper. Après 1985 au contraire, les dirigeants ont repris le contrôle du destin de leur société ».

L'origine de la poison pill américaine remonte ainsi à deux offres publiques lancées au Texas en 1982. Dans la première, General American Oil se défendait contre une offre initiée justement par T. Boone Pickens. L'avocat Martin Lipton tenta de convaincre les dirigeants de la cible d'utiliser une forme primitive de poison pill, mais la légalité de cette dernière n'avait pas encore été testée et les banquiers refusèrent de l'employer. Finalement General American Oil fut vendue à un offrant arrivé à la dernière minute, Philips Petroleum. Len Costa raconte alors comment Martin Lipton prit l'avion pour rejoindre le siège de la société El Paso qui était également la cible d'une offre hostile. En regardant les différents documents sociaux relatifs à la cible, Lipton constata que les dirigeants avaient reçu le pouvoir d'émettre des actions de préférence sans avoir à demander l'approbation des actionnaires. Armé de cette version de la pilule empoisonnée, Lipton put avantageusement négocier la vente d'El Paso à Burlington Northern.

La création des bons d'offre en France

En France, on remarque que les mêmes mots qu'aux Etats-Unis sont utilisés pour décrire les offres publiques dans les années 80. Ainsi, François Mitterrand décrivait en 1989 les offres publiques hostiles comme « du gangstérisme marqué par la loi du plus fort ». Cependant, la directive OPA dont la transposition en France a permis la création des bons d'offre relève d'une philosophie toute différente. Déjà en 2001, le projet avorté de treizième directive relevait d'une philosophie favorable aux OPA en interdisant aux dirigeants de prendre toute action empêchant les actionnaires de répondre à une offre hostile. Par la suite, le « groupe de haut niveau d'experts », dont le rapport est à la base de la directive du 21 avril 2004, a montré une position « incroyablement plus favorable aux offres que la lecture la plus favorable du droit américain des OPA ne pourrait l'être » (Ronald Gilson). L'article 9 du projet de directive imposait ainsi aux dirigeants une « obligation de neutralité » pendant la période d'offre, leur interdisant « d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres ».

En France, on ne peut donc que remarquer le paradoxe consistant à insérer dans une loi qui transpose une directive favorable au libre jeu des OPA, des dispositions sur des bons défensifs

présentés comme un obstacle puissant aux OPA hostiles. Mais, tout comme aux Etats-Unis, la création des bons d'offre en France est en réalité une réaction à des événements récents, et notamment au printemps 2006 à un fond d'offres publiques jugées indésirables par le Ministre de l'économie, dont notamment l'offre de Mittal sur Arcelor.

B. La large mise en place des bons

L'Histoire de la poison pill aux Etats-Unis est celle avant tout d'un formidable succès auprès des dirigeants de société. En décembre 1991, au moins 1577 sociétés avaient mis en place des poison pills, et en 2002, elles étaient au moins 2592 selon W. Carney et L. Silverstein². Institutional shareholder services estiment quant à eux leur nombre en 2002 à plus de 3000. En 2004, comme l'indique Len Costa, 53 pour cent des 2000 plus grandes sociétés américaines avaient une forme de poison pill inscrite dans leurs bylaws. Parmi ces sociétés, on trouve par exemple les sociétés Marriot, Merryll Lynch, Laboratories Wachovia, Harley Davidson, Xerox, Texas instruments, Continental Airlines, Goldman Sachs, Motorola...

Peut-on prédire un succès similaire en France ? La nécessité d'une approbation des bons d'offre en assemblée générale pourrait peut-être freiner un peu le processus d'adoption des bons, comme on le verra (IA ci-dessous), mais les bons d'offre devraient être promis à un bel avenir. Au Japon, plus de 200 sociétés ont adopté des poison pills depuis leur création en mars 2005, et près de 300 autres devraient, selon Institutional Shareholder Services, en adopter lors de leurs assemblées de juin 2007. En France, près d'une quinzaine de sociétés ont voté en 2006 une délégation de compétence autorisant le Conseil d'Administration à émettre des bons en cas d'offre lancée par un initiateur « protégé », et de nombreuses autres sociétés ont l'intention de mettre de tels bons en place à l'occasion de leur assemblée générale en 2007. Parmi les sociétés ayant déjà mis en place des bons d'offre, on trouve de très grandes sociétés comme Suez, Bouygues et Saint Gobain, mais aussi Vet'affaires, la SA Cegid, Hermes international, IPSOS...

On peut citer ici à titre d'illustration la résolution votée par la société Suez :

² W. Carney et L. Silverstein, « The illusory protections of the poison pill », *Notre Dame Law Review*, Décembre 2003

« L'assemblée générale, statuant en la forme extraordinaire aux conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L225-98 de Code de commerce, après avoir pris connaissance du rapport du Conseil d'administration et du rapport spécial des Commissaires aux comptes :

1. Délègue au Conseil d'administration sa compétence pour procéder, en une ou plusieurs fois, à l'émission de bons soumis au régime des articles L233-32 II et L233-33 de Code de commerce permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à une ou plusieurs actions de la société et à leur attribution à tous les actionnaires de la société ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre publique ainsi que de fixer les conditions d'exercice et les caractéristiques desdits bons. Le montant nominal maximal des actions ordinaires qui pourraient être ainsi émises ne pourra dépasser le plafond de 2,7 milliards d'euros et le nombre maximal de bons qui pourraient être émis ne pourra dépasser le nombre d'actions composant le capital social lors de l'émission des bons.
2. Décide que la présente délégation ne pourra être utilisée qu'en cas d'offre publique visant la société.
3. Décide que le Conseil d'administration, avec la faculté de subdélégation, aura tous pouvoirs pour mettre en œuvre, dans les conditions prévues par la loi, la présente délégation. »

C. La puissance de dilution des bons

Les poison pills et les bons d'offre doivent faire l'objet d'un contrôle car leur mécanisme (1) en fait des instruments pouvant diluer fortement la participation de l'initiateur d'une offre hostile (3 et 4), même si la puissance de dilution des poison pills a été contestée dans des articles récents (2).

1. Le mécanisme des poison pills et des bons d'offre

Les poison pills américaines et les bons français opèrent selon un mécanisme similaire. Ils peuvent tous deux être mis en place soit à froid, en l'absence de toute offre publique, ce qui est la norme, ou « à chaud », après le lancement d'une telle offre. Cependant l'on remarque des différences assez importantes entre les mécanismes français et américains. Différence d'abord parce que le droit américain se caractérise par une plus grande diversité : on pourrait

dire qu'il y a presque autant de poison pills différentes que de sociétés cibles, et l'imagination des avocats a donné naissance à des formes variées de poison pills. Différence ensuite parce qu'en France la loi interdit d'exclure l'initiateur du bénéfice des bons.

Aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la description précise du mécanisme des poison pills est rendue délicate par le fait qu'une large latitude est laissée à l'imagination des avocats. On peut néanmoins distinguer ici trois formes différentes de poison pills.

Dans la « clause de flip-in » américaine classique, il s'agit pour la société cible d'émettre des droits d'acheter des actions de la cible pour un prix assez bas, l'initiateur ne pouvant, lui, utiliser ses droits. Les droits émis sont des droits d'acheter des actions de préférence pour un prix très élevé, et ces droits sont émis au bénéfice de tous les actionnaires ordinaires au prorata de leur participation. Ces droits ne peuvent être transférés qu'avec les actions ordinaires auxquelles ils sont attachés. Puis, à une date dite d'acquisition, fixée généralement par référence au lancement d'une offre hostile ou au franchissement d'un certain seuil de participation (généralement 15 à 20%), les droits deviennent transférables indépendamment des actions ordinaires et surtout les droits ne donnent plus le droit d'acheter des actions de préférence, mais donnent désormais le droit d'acheter des actions ordinaires de la cible à un prix très intéressant (généralement 50% de la valeur de marché). Le prix d'achat de l'action de préférence devient ainsi le prix d'achat de plusieurs actions ordinaires. Surtout, les droits deviennent, à la date d'acquisition, nuls entre les mains de l'initiateur. Les dirigeants ne peuvent retirer les droits qu'avant la date d'acquisition.

Ces droits ne seront pas détruits par une fusion de la cible avec l'initiateur, suite à une offre publique réussie : les droits, selon la clause de « flip-over » qui est souvent mise en place, deviennent des droits d'acheter non pas des actions de la cible mais des actions ordinaires de l'initiateur, avec généralement le même prix (50% de la valeur marché) que la clause de flip-in. De cette manière, la dilution de l'initiateur sera la même, que ce soit la clause de flip-in ou de flip-over qui est activée. La clause de flip-over fonctionne donc selon le même principe que la clause de flip-in, mais donne le droit d'acheter des actions de l'initiateur et non de la cible.

Les dead hand poison pills sont relativement récentes et ont pour vocation de défendre la société contre des tentatives de prise de contrôle combinant une offre publique et une prise de pouvoir par les élections (connue sous le nom de *proxy fight*). Cette forme de poison pill se caractérise par le fait qu'elle ne peut être retirée que par les dirigeants en place.

En France

En France le législateur a choisi de ne pas créer la clause de flip-over ni la dead hand pill. Il n'existe donc en France que des clauses de flip-in. Le mécanisme français consiste dans la possibilité pour une société, cible d'une OPA, d'attribuer gratuitement au cours de l'offre des BSA permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de la société. Les bénéficiaires de ces bons sont tous les actionnaires de la société ayant cette qualité avant l'expiration de l'offre, y compris l'initiateur de l'offre. Ce dernier point constitue une différence fondamentale par rapport au système américain où l'initiateur est exclu du bénéfice des bons. Cette égalité entre tous les actionnaires de la cible ressort sans ambiguïté de l'article L. 233-32 II du Code de commerce. Mais malgré l'absence d'exclusion de l'initiateur, il y a tout de même un phénomène de dilution car la loi indique que la date à laquelle s'apprécie la qualité d'actionnaire pour se voir attribuer les bons est fixée avant l'annonce des résultats de l'offre. L'initiateur ne recevra par conséquent aucun bon pour les actions qu'il aurait acquises dans le cadre de l'offre publique, car il n'en devient propriétaire qu'à compter du règlement-livraison.

Les modalités pratiques d'émission des bons varient selon le moment de la mise en œuvre de cette défense anti-OPA.

Défense décidée « à chaud » :

Lorsque l'émission des bons est décidée en cours d'offre (« à chaud »), c'est l'assemblée générale extraordinaire statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L. 225-98 du Code de commerce³ qui est compétente. Elle peut néanmoins déléguer la compétence d'émettre les bons au conseil d'administration ou au directoire. Cette

³ Ces conditions de quorum et de majorité sont celles de l'assemblée générale ordinaire : le quorum est d'un cinquième sur première convocation (aucun quorum n'est requis sur deuxième convocation), la majorité est de 50% des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

hypothèse de délégation reste possible dans le cadre d'une défense décidée « à chaud » et vise une émission imminente par le conseil d'administration ou le directoire. La décision de ces derniers est très encadrée, puisque l'assemblée générale extraordinaire « fixe le montant maximum de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice de ces bons ainsi que le nombre maximum de bons pouvant être émis ». En outre l'assemblée générale extraordinaire peut fixer les « conditions relatives à l'obligation ou à l'interdiction, pour le conseil d'administration ou le directoire, de procéder à l'émission et à l'attribution gratuite de ces bons, d'y surseoir ou d'y renoncer ». Cette formule permet assurément d'ajouter des garde-fous à la décision du Conseil d'administration ou du directoire, en affinant la délégation de compétence. Le moment de l'émission et de l'attribution des bons peut être décidé très librement, la seule contrainte étant l'obligation pour la société cible d'informer le public de son intention d'émettre ces bons avant la clôture de l'offre. Lorsque l'assemblée générale extraordinaire, ou sur délégation le Conseil d'administration ou le directoire, procèdent à l'émission des bons, ils déterminent les conditions d'exercice de ces derniers et notamment le prix d'émission ou les modalités de détermination de ce prix.

Défense décidée « à froid » :

Outre la défense prise en cours d'offre, une autre modalité de délégation de compétence au Conseil d'administration ou au directoire est possible avant toute offre existante (on parle alors de défense décidée « à froid »). Les règles que nous venons de décrire et qui encadrent la délégation s'appliquent dans cette hypothèse, mais il faut en outre que certaines conditions prévues à l'article L. 233-33 du Code de commerce soient réunies. En effet, en principe l'article L. 233-32 III suspend pendant l'offre « toute délégation d'une mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres, accordée par l'assemblée générale avant la période d'offre ». Cependant l'article L. 233-33 prévoit une exception, notamment en ce qui concerne l'émission de bons anti-OPA. Selon ce texte une délégation de compétence décidée par l'assemblée générale extraordinaire, statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L. 225-98, est valable si elle a été votée dans les dix-huit mois précédant le jour du dépôt de l'offre, et surtout si l'on se trouve dans l'hypothèse de l'exception de réciprocité. Cette dernière condition est remplie si la société initiatrice de l'offre ou la société qui la contrôle n'appliquent pas elles-même les dispositions que l'article L. 233-32 impose à la cible ou des dispositions équivalentes. Cette exception de réciprocité vise à assurer une égalité des armes entre ces sociétés. C'est

seulement dans le cadre de cette exception que la délégation accordée à froid par l'assemblée générale extraordinaire dans les dix-huit mois précédant le jour du dépôt de l'offre permet au Conseil d'administration ou au directoire de mettre en œuvre les bons.

2. Critique du pouvoir de dilution des poison pills américaines

Le pouvoir de dilution des poison pills a récemment été remis en question dans la doctrine américaine. John Coates, dans son article « takeover defenses in the shadow of the pill : a critique of the scientific evidence », en 2000, observe que la poison pill a un effet simplement égal à celui des autres défenses anti-OPA, et notamment égal à la défense empêchant de révoquer les dirigeants sans cause légitime.

W. Carney et L. Silverstein⁴ vont plus loin en avançant l'idée que la dilution entraînée par la poison pill américaine est dans de nombreux cas très peu élevée. Dans la plupart des cas, la poison pill « rendrait l'initiateur malade, mais ne le tuerait pas » selon ces deux auteurs. En effet selon cette étude, le renchérissement entraîné par une poison pill américaine typique, telle celle décrite dans l'exemple de clause de flip-in ci-dessus, se situerait simplement entre 6 et 12% du coût de l'acquisition, ce qui n'est certainement pas suffisant pour dissuader l'initiateur d'une offre hostile. La raison d'une si faible dilution se trouverait selon les deux auteurs dans le fait que les poison pills ne peuvent diluer que la participation que l'initiateur a déjà acquise avant de franchir le seuil de déclenchement de la clause de flip in. Aux Etats-Unis, ce seuil pourra être très bas, et est dans les rights plans classiques de 15% à 20%. Un initiateur avisé et qui n'a pas peur de déclencher la poison pill devra donc acheter le minimum possible pour déclencher les bons. Il n'en ira pas de même en France où l'initiateur n'a pas de contrôle sur le pourcentage qui sera dilué dans la mesure où ce pourcentage dépendra du taux de réponse à son offre publique. De plus aux Etats-Unis, dans la mesure où les plans ordinaires prévoient un prix d'exercice de 50% de la valeur marché, les 15% de l'initiateur ne seront même pas totalement dilués. En outre, si les droits sont exercés, la cible va recevoir de l'argent des actionnaires, argent que l'initiateur pourra récupérer s'il passe outre la défense, poursuit son acquisition et prend le contrôle à 100%. Enfin, la prise de contrôle après la

⁴ W. Carney et L. Silverstein, « The illusory protections of the poison pill », *Notre Dame Law Review*, Décembre 2003

dilution devrait être facilitée par le fait que le prix de l'action a en principe baissé du fait de la dilution.

3. Affirmation du pouvoir de dilution aux Etats-Unis et en France

Cependant, à l'encontre de ce qu'affirment W. Carney et L. Silverstein, les poison pills ont dès le départ été vues comme la défense anti-OPA la plus puissante qui existe. Ronald Gilson notait ainsi en 2003 que « la poison pill bloque de manière efficace les offres hostiles ». Lucian Bebchuk note quant à lui qu'« en pratique, la poison pill crée une barrière infranchissable à la prise de contrôle ».

La Cour suprême du Delaware semble également considérer que les poison pills empêchent de manière absolue l'acquisition. Dans l'affaire *in re Gaylord container corp s'holders litig.*, en 2000, la Cour a ainsi considéré qu'« une poison pill empêche totalement l'acquisition hostile tant qu'elle reste en place ».

Et dans la pratique américaine, on remarque qu'aucun initiateur depuis 1985 n'a « avalé la pilule » et réussi à prendre le contrôle d'une société cible protégée par des bons défensifs. Aucune clause de flip-in n'a été déclenchée volontairement, même s'il y a parfois eu un risque de déclenchement par erreur (par la société *Pediatrix Medical Group* en 1999 par exemple⁵).

En France, on trouve des échos des déclarations américaines sur la puissance des bons. Le ministre de l'économie, lors de l'introduction des bons en droit français, estimait ainsi que « c'est une défense efficace, elle confronte l'offreur au risque d'une forte dilution, qui rend la prise de contrôle plus onéreuse ».

4. Exemple

Mais au-delà des déclarations, il convient plutôt de se référer à un exemple chiffré. Posons pour hypothèse que la valeur de marché initiale de la société est de 100 divisée en 100 actions

⁵ Michele Chandler, « Shareholder nearly triggers a poison pill at ailing pediatrix », *Miami Herald*, septembre 1999

de 1 chacune, que l'initiateur a 15%, et que les bons attribués gratuitement donnent droit d'acheter 2 actions pour chaque action détenue, à moitié prix⁶.

Aux Etats-Unis l'initiateur aura payé 15 pour obtenir sa participation de 15%. Il sera ensuite dilué et n'aura plus que $15/((85 \times 3) + 15)$, soit 5,5 pour cent. Si l'on estime que le prix de l'action reste constant, ce qui sera possible seulement si en même tant que l'émission des bons les dirigeants proposent une politique à long terme qui augmentera la valeur de la société, il devra déboursé 255 dollars pour acquérir le contrôle à 100 pour cent, mais « récupérera » en obtenant le contrôle à 100% les 85 dollars versés par les autres actionnaires lors de l'exercice des bons. Il aura donc déboursé en tout $15 + 255 - 85$ dollars, soit 185 dollars en tout.

En France, dans la même hypothèse et si l'on suppose que la première offre a été parfaitement réussie (hypothèse d'école évidemment), l'initiateur a déboursé 100 euros pour obtenir 100 actions, mais se trouve ensuite dilué et ne détient en réalité que $(45 + 85)/300$, soit 43 pour cent. Si l'on suppose que la valeur de l'action reste constante, il devra déboursé 170 euros supplémentaires pour acquérir le contrôle à 100%, mais « récupérera » 100 euros versés par les actionnaires lors de l'exercice des bons. Il aura donc versé en tout $100 + 170 - 100$, soit 170 euros (les 15 de différence avec l'exemple américain étant dûs à l'exclusion de l'initiateur aux Etats-Unis).

En France comme aux Etats-Unis cependant, comme le notent W. Carney et L. Silverstein, le coût total de l'acquisition sera moindre si la valeur de l'action baisse consécutivement à l'exercice des bons, ce qui devrait logiquement être le cas dans la plupart des hypothèses.

D. La mauvaise utilisation possible des bons

Mais le pouvoir de dilution des bons et des poison pills n'est à lui seul pas suffisant pour rendre l'existence d'un encadrement de ces instruments indispensable. C'est la mauvaise utilisation possible de ces mécanismes qui se doit d'être strictement contrôlée.

⁶ Cet exemple est donné seulement à des fins de comparaison. En France notamment, le prix d'achat ne sera souvent pas réduit de moitié comme dans l'exemple, mais sera plus fréquemment égal à la valeur nominale de l'action

Comme l'indique William B. Chandler au sujet de la poison pill américaine⁷, « on craignait que les dirigeants tentent de bloquer l'offre publique pour rester en poste ». On pourrait y ajouter l'hypothèse de dirigeants qui utilisent la poison pill comme un levier pour négocier avec l'initiateur un départ avantageux pour eux. « Le dilemme », selon William B. Chandler, « était donc de savoir comment permettre aux dirigeants de mettre en place des défenses maximisant la valeur pour les actionnaires, tout en les empêchant d'utiliser ces défenses pour protéger leurs intérêts égoïstes ».

En France, le principe de validité des bons posé par la loi fait du mécanisme des bons d'offre une sorte de « safe harbour » à l'américaine. Christophe Clerc⁸ note ainsi que « le régime privilégié de l'article L233-32 n'a nullement vocation à être unique. Souhaitant combiner la sécurité juridique propre à un régime prédéfini à la liberté d'inventer d'autres modes de défense, le gouvernement a eu recours à une technique juridique que les anglo-saxons appellent un safe harbour, c'est à dire un abri qui protège les fondements du dispositif contre des remises en causes imprévues ». Cependant A. Couret remarque que ce principe de validité « ne doit pas faire du régime légal des bons un safe harbour absolu ».

Aux Etats-Unis, la loi sur les sociétés du Delaware ne permet pas explicitement l'utilisation de poison pills : ce sont les tribunaux qui ont admis une telle utilisation, en posant directement les conditions de cette utilisation. En France au contraire, on est en présence d'une autorisation légale et certaines conditions de validité sont posées par le texte. Mais ces conditions légales sont relatives à la forme, la structure, des bons tandis que les conditions jurisprudentielles américaines sont relatives aux circonstances de l'offre. Il reste donc en France à développer un contrôle quant aux circonstances dans lesquelles les bons peuvent être utilisés. En effet de nombreuses hypothèses de mauvaise utilisation restent possibles, qui ne doivent pas tomber dans le champ du « safe harbour » et dont l'on peut ici faire la liste non exhaustive, même si les situations réelles seront rarement aussi tranchées :

- Le cas, comme en droit américain, où le Conseil d'administration mettrait en place des bons dans son intérêt égoïste, soit par exemple pour rester en poste soit pour négocier un départ avantageux.

⁷ William B. Chandler, « Hostile M&A and the poison pill in Japan : a judicial perspective », *Columbia business law review*, 2004

⁸ C. Clerc, « Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA », *Revue trimestrielle de droit financier n°1*, juin 2006

- Le cas où le Conseil d'administration mettrait en place des bons du fait d'une simple inimitié ou d'un a priori envers l'initiateur.
- Le cas où le Conseil d'administration ne mettrait pas en place les bons alors qu'il a reçu une délégation de compétence en ce sens et que l'offre est faite à des conditions très inadéquates, ou est faite par un initiateur connu pour sa dangerosité.
- Le cas où le Conseil d'administration utiliserait les bons de manière déloyale vis-à-vis de l'initiateur, par exemple en les mettant en place à la veille de la clôture de l'offre alors que l'initiateur a constamment accepté dans la négociation de relever son prix d'offre et a satisfait à toutes les conditions posées par le Conseil.
- Le cas où le Conseil d'administration déciderait d'une émission hâtive des bons, sans négociation avec l'initiateur, d'où un retrait de ce dernier.
- On peut se demander également si le fait pour le Conseil d'administration de bloquer de manière permanente une offre intéressante en utilisant des bons, sans proposer d'alternative aux actionnaires, devrait être sanctionné (hypothèse américaine de la « just say no defense »).
- Plus largement tous les cas où le Conseil d'administration mettrait en place des bons, ou éventuellement ne mettrait pas en place des bons, alors que ce n'est pas conforme à l'intérêt social.
- Le cas où le Conseil d'administration ne respecterait pas une délégation de compétence précise qui lui enjoint de mettre en place les bons dans une situation particulière, ou qui lui interdit de les émettre.
- Le cas où les majoritaires dans l'assemblée générale décident de la mise en place de bons contre l'avis des minoritaires, parce qu'ils veulent être sûrs de garder le contrôle même si ce n'est pas forcément dans l'intérêt de la société car l'offre est faite à un prix très intéressant (on peut cependant remarquer qu'il leur suffit dans ce cas de ne pas apporter leurs titres à l'offre).
- Le cas où les majoritaires ne veulent pas mettre en place les bons car ils veulent sortir de la société même si ce n'est pas à un prix intéressant.
- Le cas où le Conseil d'administration ou l'assemblée générale décideraient d'un prix d'exercice des bons trop bas, entraînant une chute importante du cours de la société.
- Plus généralement, tous les cas où les majoritaires agissent au détriment de l'intérêt social.

Dans toutes ces situations où l'intérêt social se trouve lésé malgré un respect littéral des conditions légales, un contrôle de l'utilisation des bons doit être possible.

E. L'expérience du droit comparé

L'étude des droits américain et japonais des poison pills montre d'ailleurs la nécessité d'un tel contrôle.

Ronald Gilson⁹ note ainsi que c'est seulement grâce à de nombreux contre-poids que la poison pill aux Etats-Unis n'a pas eu l'effet destructeur qu'elle aurait pu avoir. Il note que l'absence d'un contre-poids efficace au Japon pourrait rendre la validation des poison pills par le Code de commerce japonais très dangereuse. Ronald Gilson notait enfin en 2004 que « ce sera probablement les tribunaux qui exerceront le contrôle principal sur les poison pills. Le Japon ne dispose en effet pas par exemple d'un système de dirigeants indépendants tel qu'il existe aux Etats-Unis. Les tribunaux vont devoir élaborer de toute pièce une jurisprudence, et devront écrire un « code des poison pills » ».

L'avenir lui a en effet donné raison, dans une affaire Nippon Broadcasting System. Cette société avait fait l'objet d'une offre hostile de la part de la société Livedoor, et avait voulu émettre des bons de souscription au profit de Fuji TV pour doubler son capital. La Cour d'appel de Tokyo a cependant refusé une telle émission en considérant que les dirigeants voulant mettre en place une poison pill devaient prouver que c'était nécessaire pour protéger les intérêts des actionnaires¹⁰.

Quel contrôle ?

La question que l'on peut dès lors se poser, et qui s'est d'ailleurs posée lors de la transposition de la poison pill dans le Code de commerce japonais, est celle de savoir dans quelle mesure la transposition du mécanisme américain des poison pills s'accompagnera d'une transposition en droit français du mécanisme américain de contrôle des bons.

⁹ Ronald Gilson, « The poison pill in Japan : the missing infrastructure », *Columbia business law review* 2004

¹⁰ M. Nakamoto, Livedoor wins key fight in NBS campaign Court ruling, *Financial Times USA*, 12 mars 2005

Comme le disait Ronald Gilson au sujet de la transposition de la poison pill au Japon en 2004, « l'expérience américaine est la seule expérience dont on dispose. Même s'il est délicat d'effectuer des généralisations à partir d'un exemple unique, il faut rechercher l'expérience là où on la trouve ».

Or aux Etats-Unis, Ronald Gilson note que ce sont les dirigeants extérieurs indépendants qui sont la première barrière à un mauvais usage de la poison pill. Cet aspect ne sera pas abordé dans ce mémoire, car malgré une transposition croissante des principes de gouvernement des entreprises américains dans le droit français après les rapports Vienot de 1995 et 1999 et le rapport Bouton de 2002 et la pression des investisseurs institutionnels, il n'existe pas encore en France de véritable système d'« outside independent directors » sur le modèle américain.

On peut dès lors penser que le contrôle impliquera en France trois acteurs principaux. Les actionnaires d'abord, et plus précisément les investisseurs institutionnels qui, grâce au mécanisme prévu dans l'article L233-32 II, pourront largement faire entendre leur voix sur la mise en place ou l'absence de mise en place des bons (I.A.). L'AMF ensuite qui, même si elle ne semble pas pour l'instant disposée à effectuer un contrôle des bons, disposerait d'atouts importants pour devenir le principal « policier » des bons d'offre (I.B.). Les tribunaux enfin, sur l'exemple américain et japonais (II).

I. Le contrôle effectué par les actionnaires et l'autorité de marché

A. Le contrôle effectué par les actionnaires

Les premiers « policiers » possibles des poison pills et des bons d'offre sont les actionnaires, et notamment les investisseurs institutionnels qui possèdent une part importante du capital d'une entreprise et sont donc incités à en contrôler la gestion. Comme le note A. Boubel¹¹, « la concentration du capital des entreprises entre les mains des investisseurs institutionnels est un élément favorable à l'exercice d'une surveillance efficace du comportement des dirigeants ». Ces investisseurs institutionnels peuvent effectuer un contrôle a posteriori en agissant devant les tribunaux, comme on le verra (II ci-dessous), mais également un contrôle a priori au stade non de l'usage des bons, mais de leur mise en place. La position que prendront les actionnaires, et notamment les investisseurs institutionnels, au sujet de cette mise en place, dépend fortement de l'opinion qu'ils ont des effets des poison pills sur le prix et sur le comportement des initiateurs (1), et l'exemple américain (2) permet d'éclairer ce que sera la position de ces investisseurs face aux bons d'offre français (3).

1. L'effet des poison pills sur le prix et sur le comportement des initiateurs

La faveur ou l'hostilité des actionnaires face à la mise en place de poison pills dépend fortement de la vision qu'ils ont à la fois des effets dissuasifs de ce mécanisme, et aussi de l'effet sur le prix qui sera proposé lors d'une éventuelle offre publique.

Pour ce qui est du comportement des initiateurs, les études faites peu après la création des poison pills montraient un effet négatif sur le prix juste après l'adoption d'une telle défense, ce qui pourrait être vu, selon l'étude de Comment and Schwert, comme une preuve indirecte que les poison pills ont un effet dissuasif. Les initiateurs potentiels auraient ainsi tendance à renoncer à leur projet face à une cible armée d'une poison pill, et les autres actionnaires n'apprécieraient pas un tel effet dissuasif. Cependant, si on lit de manière précise les différentes études publiées dans les années 80, on remarque qu'elles font état en moyenne d'une baisse du cours inférieure à 1%. Il en va ainsi d'abord de l'étude de Paul H. Malatesta et Ralph A. Walking, « poison pill securities : stockholder wealth, profitability and

¹¹Aurélie Boubel et Fabrice Pansard, « Les investisseurs institutionnels », éditions *La découverte*

ownership structure », qui prend en compte 132 poison pills adoptées avant mars 1986 et trouve une baisse moyenne du cours dans les deux jours de l'annonce de la mise en place de 0,92%. Il en va ainsi ensuite de l'étude de Michael Ryngaert, « the effect of poison pill securities on shareholder wealth », qui passe au crible 283 poison pills adoptées avant 1986 et trouve une baisse moyenne du cours de 0,34% après l'annonce de la mise en place d'une pilule empoisonnée. L'étude faite en 1986 par Gregg Jarell et Annette B. Poulsen, « shark repellents and poison pills : stockholder protection, from the good guys or the bad guys ? », montre une baisse moyenne de 1,25% après l'annonce de l'adoption de défenses anti-OPA de 1980 à 1985. R. Romano, dans « loss is more : making institutional investor advising a valuable mechanism of corporate governance », va plus loin et indique quant à lui que les différents écrits au sujet des effets sur le cours des poison pills ne permettent pas d'aboutir à une quelconque conclusion .

Pour ce qui est du prix d'une éventuelle offre publique sur une cible protégée, l'adoption des poison pills semble produire un effet plutôt positif pour les actionnaires. L'étude de Comment and Schwert « poison pill or placebo ? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures » (1994), qui est probablement l'étude la plus complète et précise qui a été effectuée pour le moment, indique dans sa conclusion : « cette étude prouve que les poison pills n'ont pas de manière systématique empêché les offres publiques, et ne sont probablement pas à l'origine du déclin du marché des offres publiques à la fin des années 80, même si aujourd'hui près de 87% des sociétés cotées en sont pourvues. Nous montrons dans notre étude que les poison pills sont de manière constante synonymes de primes plus importantes pour les actionnaires vendeurs. Les défenses anti-OPA renforcent le pouvoir de négociation des sociétés cibles, mais n'empêchent pas dans la plupart des cas la transaction ». Une autre étude un peu plus récente faite en 1997 par georgesonshareholder montre que les poison pills contribuent à une augmentation de valeur pour les actionnaires (« poison pills and shareholder value » : 1992-1996).

Malgré ces études qui montrent un effet plutôt positif pour les actionnaires lors de l'adoption de poison pills, l'attitude des principaux intéressés est avant tout teintée de méfiance. Institutional Shareholder Services, société créée en 1985 et qui donne des conseils de vote à de très nombreux investisseurs institutionnels, indiquaient en 2006 au sujet de la poison pill japonaise qu'Institutional Shareholder Services « s'opposent en général aux défenses anti-OPA, dans la mesure où elles diminuent la valeur pour les actionnaires en éliminant la prime

payée lors d'une prise de contrôle ». Du fait d'une telle hostilité, il n'est pas étonnant de voir les investisseurs institutionnels effectuer un contrôle important lorsqu'une société veut mettre en place des poison pills.

2. Le rôle des actionnaires aux Etats-Unis

Le rôle des actionnaires aux Etats-Unis est en principe inexistant en droit, mais les propositions doctrinales et surtout la pratique vont au contraire dans le sens d'un rôle majeur des investisseurs.

Le droit

La section 141(a) du Code des sociétés du Delaware indique que ce sont les dirigeants qui décident de la conduite des affaires de la société. Dans ce cadre, la jurisprudence leur a reconnu le droit d'adopter des défenses anti-OPA sans demander une quelconque approbation aux actionnaires, même lorsqu'il s'agit de poison pills pouvant conduire éventuellement à une augmentation de capital.

Pour justifier cette vision favorable aux dirigeants, on invoque traditionnellement plusieurs arguments (Labroue¹²). Le premier argument est que le Conseil d'administration est le mieux à même d'évaluer l'offre, car il a en principe une expérience et une expertise supérieure à celle des actionnaires. Ainsi dans l'arrêt "Shamrock Holdings v. Polaroid Corp.", le juge Berger a estimé qu'un litige complexe en matière de brevets ne pouvait pas être correctement évalué par les actionnaires. Le second argument est qu'aux Etats-Unis les dirigeants doivent pouvoir protéger les actionnaires contre les offres publiques coercitives, comme dans l'arrêt "Unocal" (voir ci-dessous, II) où les actionnaires étaient presque contraints de vendre leurs titres de peur d'obtenir dans l'avenir des instruments financiers sans valeur. Ensuite, le pouvoir de négociation accordé ainsi aux dirigeants leur permet d'obtenir un prix d'offre intéressant pour les actionnaires, voire d'organiser des enchères pour la société conformément à la jurisprudence "Revlon" (voir ci-dessous, II). Enfin, M. Labroue note que donner le pouvoir aux dirigeants "peut aider des actionnaires multiples à coordonner leurs actions vis-à-vis d'un acquéreur potentiel".

¹² J.P. Labroue, « Le droit du Delaware impose-t-il aux administrateurs d'une société cible le devoir d'examiner toute offre hostile d'achat ? », *RDAl* n°7, 1995

On ne peut cependant que remarquer que tous ces arguments semblent fragiles, et n'empêchent pas vraiment les dirigeants de demander une approbation de la poison pill aux actionnaires.

La doctrine

La doctrine américaine s'est penchée sur cette question et s'est montrée en général favorable à un rôle plus important des actionnaires.

Selon le juge William B. Chandler¹³, « au cœur du droit des sociétés américain se trouve une difficulté fondamentale : comment l'autorité entre les actionnaires et les dirigeants de la société devrait-elle être répartie ? La tension créée par cette question a trouvé son exemple le plus marquant dans le développement des poison pills ». « L'arrivée de la poison pill, tout comme les autres défenses anti-OPA, pose la question de savoir qui doit avoir l'autorité de décider qu'une offre publique doit être acceptée ou non ? Sont-ce les dirigeants qui doivent décider de cela, ou les actionnaires à qui l'offre est faite ? » « Les professeurs de droit et les groupements d'actionnaires au début des années 80 demandaient aux tribunaux de préserver l'autorité des actionnaires, propriétaires de la société, pour décider de vendre ou non leur propriété » .

Nell Minow, fondateur d'une société de statistique en gouvernement des entreprises appelée « the corporate library », va dans ce sens : « l'usage des bons devrait être contrôlé par les actionnaires car une des caractéristiques du droit de propriété est la possibilité d'aliéner ». Ronald Gilson quant à lui soutient que les sociétés devraient adopter des dispositions statutaires (bylaws) permettant aux actionnaires d'amender ou de retirer une pilule existante lorsqu'ils veulent apporter à une offre hostile.

Martin Lipton, l'inventeur des poison pills, indique que, selon la loi du Delaware, les sociétés sont des démocraties représentatives dans lesquelles le contrôle est entre les mains des dirigeants. Mais il note toutefois que les actionnaires qui se sentiraient lésés peuvent rejeter la pilule empoisonnée en ne réélisant pas les dirigeants qui sont en faveur de celle-ci.

¹³ William B. Chandler, « Hostile M&A and the poison pill in Japan : a judicial perspective », *Columbia business law review*, 2004.

La pratique

Dans la pratique, les investisseurs institutionnels aux Etats-Unis ont réussi à jouer un rôle majeur dans la régulation du mécanisme des poison pills. Ce résultat est d'abord dû à leur poids dans le capital des entreprises américaines. Les fonds de pension et les OPCVM américains représentaient en 2003 près de 42% de la capitalisation boursière américaine, contre environ 21% en 1980, et si l'on y ajoute les compagnies d'assurance vie le pourcentage atteint 48% de la capitalisation (A. Boubel¹⁴). Ce résultat est dû ensuite à une politique efficace qui peut être décomposée en deux mouvements différents. Dans un premier temps les investisseurs institutionnels menacent de ne pas voter en faveur de la réélection de dirigeants qui n'auraient pas soumis l'adoption d'une poison pill au vote des actionnaires (parallèlement, on peut noter que lorsque des dirigeants ont refusé de retirer une poison pill face à une offre jugée intéressante par les actionnaires, le remplacement de ces dirigeants lors des élections suivantes sera souvent plus rapide qu'une action en justice). Puis dans un second temps, après avoir obtenu un tel droit d'approbation, les investisseurs institutionnels adoptent trois types de position : ils votent soit en faveur des poison pills, soit plus souvent en faveur de pilules « édulcorées », soit même en défaveur des poison pills.

Pour ce qui est de la première étape, R. Gilson note que les investisseurs institutionnels, fonds de pension publics comme le California public employees retirement system, ou OPCVM, « sont venus imposer des limites au pouvoir des dirigeants d'utiliser une poison pill pour bloquer une offre hostile ». « Le fonds « Fidelity », tout comme « Vanguard », a pour politique de ne pas voter pour la réélection de dirigeants qui ont mis en place, étendu, ou renouvelé une poison pill sans demander leur avis aux actionnaires ».

On assiste d'ailleurs au même mouvement au Japon, où les dirigeants peuvent également en principe adopter des poison pills sans demander l'approbation des actionnaires : Institutional Shareholder Services ont recommandé dans un cas en 2005 de ne pas renouveler le mandat d'un président qui n'avait pas demandé l'approbation des actionnaires. Plus précisément, les recommandations faites en 2006 par Institutional Shareholder Services pour le Japon indiquent que « Si une société a mis en place une défense anti-OPA sans demander l'avis des

¹⁴ Aurélie Boubel et Fabrice Pansard, « Les investisseurs institutionnels », éditions *La découverte*

actionnaires, et que cette défense anti-OPA va au-delà d'une simple demande d'information à l'initiateur et permet aux dirigeants de bloquer l'offre publique, Institutional Shareholder Services recommandent de voter contre la réélection du chief executive officer et du chairman. Si aucune réélection de ces personnes n'est prévue, Institutional Shareholder Services recommandent de voter contre le paiement des bonus aux dirigeants. Si la société émet des bons à un actionnaire précis dans le but de bloquer une offre potentielle, sans l'avis des actionnaires, Institutional Shareholder Services recommandent un vote contre la réélection de tous les dirigeants ». De son côté, Standard and Poor's enlève des points aux sociétés qui se sont dispensées de l'approbation d'une poison pill par les actionnaires.

Une fois ce pouvoir d'approbation obtenu, les investisseurs institutionnels votent parfois en faveur des poison pills, mais vont souvent préférer voter en faveur de poison pills « édulcorées ». Selon Ronald Gilson, les OPCVM voteront principalement « en faveur des poison pills adoptées en relation avec une stratégie d'entreprise qui à leur avis augmentera la valeur actionnariale, si la poison pill a une durée de vie inférieure à 5 ans et si l'approbation des actionnaires est requise pour son renouvellement ».

On assiste également au développement aux Etats-Unis des TIDE plans (three year, independent director evaluation) pour satisfaire les actionnaires. Ces poison pills ont pour particularité de faire l'objet d'une révision par des dirigeants indépendants à intervalle régulier pour vérifier si le maintien de la poison pill est conforme à l'intérêt des actionnaires.

Institutional Shareholder Services ont quant à eux indiqué qu'ils recommanderaient le vote en faveur des poison pills qui se déclenchent lors d'un franchissement de seuil d'au moins 20%, qui expirent au bout de trois ans, qui ne sont pas des dead-hand poison pills, et qui peuvent être retirées par les actionnaires eux-même si les dirigeants refusent de le faire dans les 90 jours d'une offre qui remplit certains critères la rendant intéressante pour les actionnaires.

Parfois enfin, le pouvoir acquis par les actionnaires leur sert non pas à mettre en place des poison pills « édulcorées », mais à bloquer la mise en place des poison pills. A. Viandier donne ainsi l'exemple Chubb Corp, Union carbide en 1999, avec un démantèlement des poison pills par un vote en assemblée¹⁵.

¹⁵ A. Viandier, « OPA-OPE », éditions Francis Lefebvre 2006

3. Le rôle des actionnaires en France

En France, au contraire des Etats-Unis, le rôle des actionnaires dans l'adoption des bons d'offre est prévu par le droit, et on peut penser que la pratique ira, comme aux Etats-Unis, dans le sens d'un rôle important joué par les investisseurs institutionnels.

Le droit

Alors qu'aux Etats-Unis les investisseurs institutionnels ont parfois dû faire pression sur les dirigeants pour obtenir un droit d'approbation ou de veto sur la mise en place des poison pills, il n'en va pas de même en France où la loi prévoit expressément un système de « démocratie actionnariale » lors de la mise en place des bons.

L'assemblée générale extraordinaire, statuant selon les règles de quorum et de majorité des assemblées ordinaires, peut d'abord décider d'émettre elle-même les bons. Elle peut alors se réunir en dehors de toute offre, ou bien pendant la période d'offre publique. Dans ce dernier cas il a fallu aménager dans le décret de 1967 les délais de convocation, car pour le moment la période d'offre est limitée à 25 jours alors que le délai de convocation pour une assemblée générale extraordinaire est en principe de 35 jours. Le décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006 répond à cet impératif, et l'assemblée pourra désormais entièrement mettre en place elle-même les bons, en ayant un contrôle direct sur toutes leurs modalités de fonctionnement.

L'assemblée peut également accorder une délégation, soit « à froid », en dehors de toute offre publique, soit « à chaud ». Lorsqu'elle accorde une telle délégation, l'assemblée doit en tout état de cause fixer le montant maximum de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice des bons ainsi que le nombre maximum de bons pouvant être émis. Par cette fixation, l'assemblée a un certain contrôle sur la dilution maximale, et sur la baisse maximale du cours, qu'entraînerait un exercice des bons. L'assemblée consentant la délégation a ensuite un choix à faire. Elle peut d'abord abdiquer largement sa compétence, comme le suggère le texte, en laissant au conseil d'administration le soin de décider si les bons doivent dans des circonstances particulières être effectivement émis ou non. Elle peut de même choisir de laisser au conseil d'administration le soin de fixer les conditions d'exercice des bons (en termes de prix de l'offre par exemple) et le prix d'exercice et les autres caractéristiques des

bons (cotation, période d'exercice...). A l'inverse, l'assemblée générale pourrait conserver un plus grand contrôle et ne consentir qu'une délégation de « pouvoir », en fixant des conditions relatives à l'obligation ou à l'interdiction, pour le conseil d'administration, d'émettre les bons. Dans cette même perspective, l'assemblée pourra alors fixer elle-même les conditions d'exercice des bons, le prix d'exercice, et les autres caractéristiques des bons.

Peut-il alors y avoir une subdélégation ? Certains auteurs (Le Nabasque) estiment que la subdélégation n'est pas possible, « la loi ne renvoyant pas au droit commun de la délégation de compétence, à moins d'admettre que ce renvoi soit implicite ». Cependant, la subdélégation peut selon A. Couret « se recommander de l'idée que la décision de l'assemblée générale extraordinaire d'émettre les bons peut être considérée comme une décision d'augmentation de capital même si elle doit être réalisée ultérieurement par l'exercice des bons »¹⁶.

La pratique

En pratique on note tout d'abord que les bons mis en place pour le moment en France vont dans le sens d'un large pouvoir donné au conseil d'administration par l'assemblée générale. A ce titre, il est à signaler qu'à ce jour tous les bons présentés aux actionnaires ont été votés. Surtout, on peut remarquer que toutes les résolutions votées pour le moment en France accordent une délégation au conseil d'administration, et qu'aucune ne profite de l'opportunité offerte par la loi d'une émission directe des bons par l'assemblée. Enfin, on remarque que les termes de cette délégation sont souvent très larges, allant beaucoup plus dans le sens d'une délégation de compétence que dans celui d'une délégation de pouvoir. La résolution votée par la société Suez (voir introduction ci-dessus) prévoit ainsi une augmentation de capital potentiellement très importante, en indiquant que « le montant nominal maximal des actions ordinaires qui pourraient être ainsi émises ne pourra dépasser le plafond de 2,7 milliards d'euros et le nombre maximal de bons qui pourraient être émis ne pourra dépasser le nombre d'actions composant le capital social lors de l'émission des bons ». Cette résolution prévoit en outre que c'est le conseil d'administration qui fixera les conditions d'exercice et les caractéristiques des bons. Cette résolution prévoit enfin la faculté de subdélégation au profit du conseil d'administration.

¹⁶ A. Couret, « Les bons d'offre », *recueil Dalloz 2006*, page 1372

Cependant, on peut se demander si une telle souplesse laissée au profit du conseil d'administration continuera d'être la norme. En effet les investisseurs institutionnels les plus importants en France sont d'origine anglo-saxonne¹⁷ et il est probable que le simple franchissement de l'Atlantique ne modifiera pas la méfiance qu'ils éprouvent vis-à-vis des défenses anti-OPA.

Institutional Shareholder Services notent ainsi dans leur rapport « politique 2007 sur le gouvernement des entreprises international », qu'ils n'ont pour l'instant « pas de politique formalisée au sujet des bons français, car ces bons ont été introduits seulement récemment en droit français ». Cependant, Institutional Shareholder Services proposent une politique préliminaire consistant à « poser des conditions à l'approbation des bons par les investisseurs institutionnels, dans le but de faire de ce mécanisme un instrument de négociation pour obtenir une meilleure offre, plutôt qu'un moyen de défense absolu ». Ces conditions apparaissent comme très strictes par comparaison avec les délégations votées pour le moment en France, et rappellent les poison pills « édulcorées » qui sont imposées par les investisseurs institutionnels aux entreprises américaines. Institutional Shareholder Services recommandent ainsi un vote positif d'une délégation au conseil d'administration seulement si :

- le conseil d'administration a préalablement indiqué dans quelles circonstances il a l'intention d'émettre les bons ;
- le conseil d'administration s'engage préalablement à faire un rapport au moment de l'émission, indiquant pourquoi l'offre n'est pas dans l'intérêt des actionnaires ;
- le conseil d'administration indique préalablement quelles seront les modalités de détermination du prix des bons ;
- il n'y a pas d'autre mesure de protection ;
- l'exercice des bons entraîne au maximum une augmentation de capital de 25% et/ou s'il y a une clause qui rend caducs les bons émis si une majorité d'actionnaires ont apporté à l'offre.

Institutional Shareholder Services recommandent de voter contre la résolution dans tous les autres cas.

¹⁷ En 2002, le journal Le Monde indiquait que les investisseurs étrangers représentaient 42,6% de la capitalisation des sociétés du CAC40, dont 24,1% détenus par des investisseurs anglo-saxons (A. Boubel)

On voit bien à la lecture de ces conditions que les investisseurs institutionnels se préparent en France à jouer un rôle important dans la régulation des bons d'offre, en enlevant à la poison pill française, au stade précoce de sa mise en place, une partie de son poison.

B. Le contrôle effectué par l'Autorité de Marché

Le contrôle par les investisseurs institutionnels représente un contrôle interne efficace des poison pills américaines et des bons d'offre français. Mais un contrôle externe reste nécessaire, et l'Autorité des Marchés Financiers pourrait jouer ce rôle en France (2), même si l'exemple américain de la Securities and Exchange Commission (1) la pousse pour le moment à ne pas se préoccuper des bons d'offre.

1. Le rôle joué par la SEC aux Etats-Unis dans le contrôle des poison pills

La recherche de l'institution devant effectuer le contrôle externe des poison pills a été rendue considérablement plus complexe aux Etats-Unis du fait du fédéralisme qui entraîne une répartition des compétences entre les institutions étatiques et les institutions fédérales. Le droit boursier, parce qu'il a une dimension qui dépasse celle des Etats, relève principalement des institutions fédérales, (même s'il existe du droit boursier étatique, les « blue sky laws »). Le droit des sociétés, lui, relève davantage des institutions étatiques, même si la loi fédérale Sarbanes-Oxley par exemple semble parfois empiéter sur ces prérogatives étatiques. Dans ce cadre, où se situe le droit des offres publiques et le droit des défenses anti-OPA ? Cette question est importante pour connaître les possibilités d'action de la Securities and Exchange Commission, dans la mesure où celle-ci se préoccupe uniquement de droit boursier fédéral.

En faveur de la thèse du droit boursier fédéral et donc de la compétence de la SEC, deux importantes lois fédérales doivent être prises en considération. Le Securities Exchange Act de 1934 d'abord, qui régit le comportement des acteurs sur le marché boursier une fois que les valeurs mobilières y ont été admises. Pour mettre en place des poison pills aux Etats-Unis, les sociétés cibles doivent impérativement respecter cette loi. Ainsi, à moins de bénéficier d'une exemption en vertu de la section 12(g)(1) de cette loi, la société qui émet les droits doit remplir un formulaire 8A et le déposer auprès de la SEC, et de nombreux émetteurs remplissent en outre volontairement un formulaire 8K pour annoncer l'émission.

Mais c'est surtout le Williams Act de 1968, qui complète le Securities Exchange Act de 1934, qui doit être pris en compte ici. Le juge William B. Chandler indique que « sauf quelques exceptions, le Congrès fédéral n'a montré aucune velléité de régulation de la prise de décision

par les dirigeants de société. L'exception en question est le Williams Act de 1968, qui réglemente les offres publiques ». Cette loi fédérale de 1968 réglemente en détail le fonctionnement des offres publiques d'achat, en prévoyant des règles quant à l'information des actionnaires de la cible par l'initiateur lorsque celui-ci lance son offre publique (section 14(d) du Securities Exchange Act), et en prévoyant des règles de fond comme l'obligation d'acheter les actions au prorata et non pas au prix de la course si l'offre n'est pas une offre pour 100% du capital (14(d)(6)), la possibilité pour les actionnaires de la cible de renoncer à la vente avant l'expiration de l'offre publique (14(d)(5), et l'interdiction de traiter les actionnaires de manière discriminatoire quant au prix de l'offre (la « best price rule » de la section 14(d)(7)). Dans ces règles de fond, on voit que le droit boursier fédéral s'écarte de sa mission traditionnelle consistant à ne se préoccuper que de l'information des actionnaires.

Mais c'est sans doute la section 14(e) qui aurait pu être utilisée par la Securities and Exchange Commission pour contrôler certaines défenses anti-OPA. Cette section interdit, en des termes très large, « la fraude, la tromperie ou la manipulation en relation avec toute offre publique », ces actes pouvant émaner soit de l'initiateur soit des dirigeants de la cible, et cette section indique qu'« il revient à la SEC de définir et de mettre en œuvre des moyens dans le but d'empêcher ces actes frauduleux, trompeurs ou manipulateurs ». La formulation de la section 14(e) n'est pas sans rappeler la clause anti-fraude de la section 10(b) du Securities Exchange Act (même si la section 14(e) semble plus vaste car elle inclut non seulement la fraude, mais également la tromperie et la manipulation), section qui avait permis à la SEC de mettre en place la règle 10b-5 qui a donné naissance notamment au délit d'initié. Une interprétation large de la section 14(e) aurait pu de la même manière laisser une grande latitude à la SEC pour contrôler l'usage ou la mise en place des poison pills.

Cependant, comme le note le juge William B. Chandler, « La SEC n'a pas fait preuve d'un quelconque intérêt à réguler les défenses anti-OPA telles que la poison pill »¹⁸. Face à un tel désintérêt, on aurait pu penser que les juridictions fédérales allaient prendre le relais, mais la Cour Suprême des Etats-Unis a explicitement écarté le souhait des juridictions fédérales de fédéraliser les droit des offres publiques à travers le droit boursier, dans l'arrêt *Santa Fe Indus, Inc v. Green*, 430 U.S. 462, 479-80 (1977). Dans cet arrêt, la Cour Suprême a également limité la possibilité pour les Parlements étatiques d'adopter des lois relatives aux offres

¹⁸ William B. Chandler, « Hostile M&A and the poison pill in Japan : a judicial perspective », *Columbia business law review*, 2004

publiques (même si, pour ce qui est des défenses anti-OPA, l'Etat de New York par exemple a expressément permis l'exclusion de l'initiateur de l'offre du bénéfice de l'exercice des poison pills). William B. Chandler note donc qu'« il ne restait que les tribunaux étatiques ». Ce résultat peut paraître étrange, tant il est vrai qu'avant l'arrêt Moran de 1985 (voir ci-dessous, II), à la fois les avocats et les Professeurs de droit s'accordaient pour dire que « ne devait en aucun cas revenir aux tribunaux étatiques le soin de décider du sort des plus importantes transactions de l'Histoire » (Ronald Gilson).

2. Le rôle joué par l'AMF en France dans le contrôle des bons d'offre

Le désintérêt montré par la SEC vis-à-vis du contrôle des poison pills n'a eu que peu de conséquences négatives, tant il est vrai que les tribunaux du Delaware, composés de juges professionnels très aguerris et connus pour leur efficacité, se sont montrés à même d'accomplir cette tâche. Le système juridictionnel français n'offrant pas un tel degré d'expertise et de célérité, il convient de s'interroger sur les moyens dont dispose l'AMF pour effectuer le contrôle des bons d'offre, et cela même si l'AMF semble pour l'instant faire preuve du même désintérêt à l'égard des bons que la SEC vis-à-vis des poison pills. A cet égard, de nombreux enseignements peuvent être tirés de l'affaire dite « des bons Plavix » (a), et l'on se demandera ensuite quels principes peuvent être utilisés par l'AMF pour encadrer les bons, avant de se poser la question subsidiaire de savoir si, pour le cas où de tels bons seraient mis en œuvre, l'AMF doit autoriser un retrait ou une réouverture de l'offre (c).

a. Les enseignements de l'affaire « des bons Plavix »

Dans l'affaire dite « des bons Plavix », qui s'est déroulée deux ans avant la loi du 31 mars 2006, la société Aventis, cible d'une offre initiée par Sanofi, avait voulu convoquer l'assemblée générale des actionnaires dans le but d'effectuer une émission de bons aux actionnaires d'Aventis « en vue de les protéger d'une réduction de valeur importante entraînée par la perte éventuelle par Sanofi du brevet du Plavix », produit qui représentait une part importante du chiffre d'affaires de Sanofi. Chaque bon devait être attribué gratuitement à tous les actionnaires et permettait de souscrire, à leur valeur nominale, 0,28 actions d'Aventis à deux conditions : l'offre de Sanofi devait d'abord demeurer hostile et devait réussir, et des

génériques du Plavix devaient ensuite être commercialisés avant le 31 décembre 2007. L'émission des bons devenait en outre caduque si une offre concurrente de celle de Sanofi intervenait. Enfin, les bons devenaient exerçables si Sanofi, après avoir acquis le contrôle d'Aventis à 95%, initiait une offre publique de retrait sur Aventis, même sans survenance du risque Plavix. En réaction à ces "bons Plavix", Sanofi a imaginé "la réponse du berger à la bergère" (J. J. Daigre) : attribuer à ses propres actionnaires des bons de souscription d'actions exerçables en cas d'exercice des bons émis par Aventis. L'AMF prit finalement parti contre le projet d'Aventis dans un communiqué du 23 avril 2004, en des termes qu'il convient de rappeler ici car ils éclairent la vision que l'AMF pourrait avoir des bons d'offre :

L'Autorité des marchés financiers a pour mission de veiller à la protection de l'épargne et au bon fonctionnement des marchés, et de définir les règles relatives aux offres publiques d'acquisition afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés.

Dans ce cadre, l'Autorité de régulation, confortée par le juge, a posé les principes, applicables à toute personne, du libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des sociétés concernées, de transparence et d'intégrité du marché, de loyauté dans les transactions et la compétition.

C'est au regard de ces principes et après avoir pris connaissance des arguments développés par les sociétés AVENTIS et SANOFI-SYNTHELABO, que l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet de la société AVENTIS d'attribuer gratuitement des bons de souscription d'actions (BSA) à l'ensemble de ses actionnaires « destinés à (les) protéger d'une réduction de valeur importante entraînée par la perte éventuelle par SANOFI-SYNTHELABO du brevet du Plavix ».

L'Autorité prend acte du fait que la société AVENTIS a modifié son projet initial de résolution pour prévoir la caducité de l'émission envisagée de BSA dans l'hypothèse d'une offre concurrente de celle de la société SANOFI-SYNTHELABO de manière à respecter le principe du libre jeu des offres et de leurs surenchères auquel le projet initial était manifestement contraire.

Elle constate, cependant, que les BSA, apparemment destinés à couvrir le risque Plavix, connu du marché, pourraient soit être activés alors que ce risque ne serait pas réalisé soit être désactivés alors même que le risque subsisterait.

Elle estime que l'émission de BSA constitue en réalité un moyen détourné de relèvement unilatéral du prix offert par l'initiateur qui crée une situation ambiguë quant à la liberté d'enchérir de celui-ci et une incertitude quant au déroulement ordonné de la procédure d'offre dont elle est gardienne.

Si l'Autorité réaffirme le principe selon lequel des mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet, elle considère qu'elle ne saurait accepter des dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles et dont l'usage serait susceptible de provoquer en réaction des enchaînements générateurs de grands désordres pour le marché.

C'est pourquoi l'Autorité des marchés financiers considère que le projet d'émission des BSA tel qu'il est prévu par le projet de résolution envisagé par le directoire et le conseil de surveillance de la société AVENTIS dont elle a connaissance ne s'inscrit pas dans le cadre des principes qui régissent le déroulement des offres publiques et dont elle a la charge de faire assurer le respect.

Finalement, à la suite de ce communiqué, Aventis ne donna pas suite à son projet d'émission des bons, mais Sanofi améliora les conditions de son offre.

Ce communiqué de l'AMF est particulièrement intéressant pour notre sujet du contrôle des bons d'offre pour quatre raisons, raisons qui vont toutes dans le sens d'un contrôle possible par l'AMF des bons d'offre issus de la loi du 31 mars 2006. D'abord, comme le note d'ailleurs l'AMF, les bons Plavix présentaient de fortes similitudes avec les poison pills américaines et donc aujourd'hui avec les bons d'offre français, car il s'agissait en réalité de défenses anti-OPA (i). Ensuite, ce communiqué montre une interprétation extensive par l'AMF de sa compétence en matière de défenses anti-OPA (ii). Il montre en outre que les défenses adoptées par l'assemblée des actionnaires ne bénéficient d'aucune immunité et peuvent faire l'objet d'un contrôle au regard des principes régissant les offres publiques (iii). Enfin, le communiqué montre une interprétation extensive par l'AMF des principes de son règlement général pour contrôler les défenses anti-OPA (iv).

i) La similitude des bons Plavix avec les poison pills, et aujourd'hui avec les bons d'offre

Dans son communiqué, l'AMF indique que les bons Plavix n'étaient qu'« apparemment » destinés à couvrir le risque Plavix, alors qu'« en réalité », il s'agissait d'une véritable défense anti-OPA visant soit à pousser Sanofi à relever son prix d'offre, soit plus simplement à dissuader Sanofi de maintenir son offre. L'AMF présente donc les bons Plavix comme les prédécesseurs de ce qui allait devenir les bons d'offre, en leur assignant la même finalité que les futurs bons d'offre.

A l'appui de cette qualification des bons Plavix en défense anti-OPA, l'AMF note que ces bons « pourraient être désactivés alors même que le risque subsisterait », ce qui vise le cas d'une offre concurrente sur Aventis, et que les bons « pourraient être activés alors que le risque ne serait pas réalisé », ce qui vise le cas d'une offre publique de retrait de Sanofi sur Aventis.

L'AMF aurait également pu noter, au soutien de la qualification des bons Plavix en défense anti-OPA, que les bons avaient été attribués à tous les actionnaires, même ceux décidant éventuellement par la suite de ne pas apporter à l'offre et n'étant ainsi pas exposés au risque Plavix.

En tout état de cause, le contrôle effectué par l'AMF sur des bons qu'elle qualifie elle-même de défense anti-OPA donne un argument fort en faveur d'un contrôle par l'AMF des bons d'offre issus de la loi du 31 mars 2006. Cette affirmation est renforcée par le fait que, pour procéder à ce contrôle des bons Plavix, l'AMF a eu recours à une interprétation extensive de sa compétence.

ii) Les enseignements de l'affaire Plavix quant à l'interprétation par l'AMF de sa compétence

La Commission des opérations de bourse par le passé, et aujourd'hui l'Autorité des marchés financiers, se sont vues confier par le législateur la mission générale de « *veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers (...), à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers (...)* » (article L. 621-1 du code monétaire et financier).

Une mission formulée de manière aussi large ne devrait pas en principe, du fait de sa généralité, pouvoir servir de base directe à un contrôle des défenses anti-OPA. L'AMF pourrait seulement intervenir sur le fondement de textes plus précis lui accordant expressément une compétence spécifique. Un premier fondement pourrait être par exemple l'article 232-11 du règlement général AMF qui permet dans certains cas la rétractation de l'initiateur de l'offre, comme on le verra (voir c. ci-dessous). Un second fondement pourrait être trouvé dans le pouvoir de sanction de l'AMF pour violation des principes de l'article 231-3 de son règlement général (libre jeu des offres et de leurs surenchères, loyauté dans les transactions et la compétition...). Le troisième fondement que l'on pourrait trouver est

l'obligation pour l'AMF d'apposer son visa sur le prospectus simplifié établi lors de l'émission des bons. Enfin, un quatrième fondement pourrait être l'article L 621-6, alinéa 2, du Code monétaire et financier, qui indique que l'AMF "peut, pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétences, prendre des décisions de portée individuelle. Elle peut également publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation du règlement général". Au titre des décisions de portée individuelle, peuvent notamment être cités les rescrits, qui sont des actes écrits, rédigés par l'AMF, déclarant que son règlement fait ou ne fait pas obstacle à une opération concrète (Sébastien Neuville, *Droit de la banque et des marchés financiers*, PUF 2007).

Or en l'espèce, dans l'affaire des bons Plavix, l'AMF ne semble s'être prononcée sur aucun de ces quatre fondements. Une première interprétation consisterait à dire que l'AMF s'est prononcée sur le fondement de l'article 231-36 du règlement général (Ph. Portier¹⁹), qui pose une obligation pour les dirigeants d'obtenir une appréciation de l'opération par l'AMF lorsqu'ils accomplissent des actes autres que de gestion courante non expressément autorisés par l'assemblée générale pendant l'offre. Selon ce texte donc, les bons approuvés « à chaud » par l'assemblée générale devraient échapper à l'appréciation de l'AMF. Or il est intéressant de noter que dans l'affaire des bons « Plavix », l'AMF a bien émis une « appréciation » sur l'émission des bons, alors même que la décision finale avait été renvoyée aux actionnaires réunis en assemblée extraordinaire.

Une seconde interprétation consisterait donc à dire que, comme la phrase d'introduction du communiqué semble l'indiquer, l'AMF s'est basée sur un fondement beaucoup plus large pour contester l'émission des bons : « L'Autorité des marchés financiers a pour mission de veiller à la protection de l'épargne et au bon fonctionnement des marchés, et de définir les règles relatives aux offres publiques d'acquisition afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés ». L'AMF entend donc montrer, en effectuant le contrôle des bons Plavix sur une base de compétence aussi large, qu'en matière d'offre publique d'acquisition l'exercice de sa mission se traduit par un contrôle étroit du respect, par tous les acteurs concernés, des principes qui régissent celle-ci, à savoir, le libre jeu des offres et surenchères, l'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des émetteurs concernés, la

¹⁹ Ph. Portier, « L'émission par Aventis des « bons plavix » », *Revue de droit bancaire et financier*, août 2004

transparence et l'intégrité du marché ainsi que la loyauté dans les transactions et la compétition (article 231-3 du règlement général de l'AMF).

iii) L'absence d'immunité pour les défenses adoptées par l'assemblée des actionnaires

Un autre point très intéressant dans le communiqué, et qui va également dans le sens d'un possible contrôle par l'AMF des bons d'offre issus de la loi du 31 mars 2006, est que l'AMF y note que les mesures de défense contre une offre publique « peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée des actionnaires réunie à cet effet ». Or dans ce même communiqué on observe que l'AMF fait prévaloir d'autres principes comme le libre jeu des offres et des surenchères, qui « paraissent ainsi hiérarchiquement supérieurs » (Ph. Portier²⁰).

Cette « supériorité hiérarchique » doit-elle subsister après la transposition de la directive du 21 avril 2004 et la création des bons d'offre ? La France, dans la loi du 31 mars 2006 transposant cette directive, a clairement adopté la règle de l'article 9 de la directive, selon laquelle "l'organe d'administration ou de direction de la société visée obtient une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires (...) avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée". Au sujet de cet article 9, J. J. Daigre s'interroge: "Cette règle donne-t-elle pour autant un blanc-seing à l'assemblée que l'AMF, à l'aune du précédent Aventis, semble lui dénier ? Il appartiendra au législateur, ou plus vraisemblablement à l'AMF, de clarifier définitivement ce point."

A. Couret²¹ note quant à lui que deux lectures de l'article 9 sont possibles : « La première consiste à ne voir dans la disposition qui oblige à consulter les actionnaires qu'une simple règle de police des comportements des dirigeants. Mais une deuxième lecture est plus active et consiste à dire que l'article 9 consacre la primauté des décisions d'assemblée générale sur les principes de régulation consacrés par l'AMF et notamment le libre jeu des offres et des surenchères. Ces principes qui n'ont jamais vraiment reçu de consécration législative seraient mis en échec par le texte nouveau ».

²⁰ Ph. Portier, « L'émission par Aventis des « bons plavix » », *Revue de droit bancaire et financier*, août 2004

²¹ A. Couret, « Les bons d'offre », *recueil Dalloz 2006*, page 1372

Cependant ce ne sont là pour l'instant que des propositions doctrinales et le communiqué de l'AMF au sujet des bons « Plavix » reste donc de droit positif. L'AMF pourrait ainsi toujours s'opposer à certaines défenses alors même qu'elles seraient approuvées par l'assemblée générale des actionnaires.

iv) Les enseignements de l'affaire Plavix quant aux principes régissant les défenses anti-OPA

Dans son communiqué, l'AMF apprécie la validité des défenses anti-OPA au regard des principes généraux posés par l'article 231-3 de son règlement général, qui indique que toutes les personnes concernées par une offre publique doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs 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. Comme on le voit, ces principes sont larges, et l'AMF fait de ces principes une appréciation extensive, en interdisant dans l'affaire des bons « Plavix » d'une part le « relèvement unilatéral du prix offert par l'initiateur », argument qui renvoie au principe de libre jeu des offres et des surenchères et au principe du déroulement ordonné de la procédure d'offre, et en interdisant d'autre part les « dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles », argument tiré du principe de loyauté dans la compétition. Cette interprétation large des principes du règlement général reste-t-elle de droit positif, et peut-elle servir de référence pour un contrôle des bons d'offre issus de la loi du 31 mars 2006 ?

Pour ce qui du premier argument, relatif au « relèvement unilatéral du prix offert par l'initiateur », J. J. Daigre note qu'il « revient à dire que la cible ne devrait rien faire qui oblige l'attaquant à relever le prix, ce qui semble aller à l'encontre de la pratique, les offres publiques non voulues se transformant souvent en offres publiques acceptées à la suite d'un relèvement de prix. Peut-être l'AMF a-t-elle simplement voulu dire qu'il y avait en l'espèce un moyen qu'elle jugeait artificiel. Mais comment distinguer les moyens légitimes des moyens illégitimes d'imposer un relèvement du prix ? »²². Pour répondre partiellement à cette dernière question de J. J. Daigre, on peut dire que la loi du 31 mars 2006, en créant les bons d'offre, les consacre sans aucun doute comme un moyen légitime de relèvement du prix dans la mesure où ce relèvement a été présenté lors des débats parlementaires comme la finalité principale

²² J.J. Daigre, « Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée », *option finance* n°798, septembre 2004

des bons. Cet argument du “relèvement unilatéral du prix offert par l’initiateur” ne semble donc plus d’actualité pour les bons respectant les dispositions de l’article L233-32 du Code de commerce, et cette disposition joue ici un rôle de “safe harbour”.

L’argument tiré du déroulement ordonné de la procédure d’offre devrait de même être écarté pour contrôler les bons d’offre issus de la loi du 31 mars 2006. L’AMF, par cet argument, vise sans doute le fait que le résultat de l’offre serait remis en cause par un exercice ultérieur des bons Plavix. Or c’est exactement ce que prévoit la loi nouvelle pour les bons d’offre, et l’article L233-32 devrait ici encore constituer un “safe harbour”.

En revanche, pour ce qui est du troisième argument, condamnant « les dispositifs destinés à ne jouer qu’à l’encontre de l’un des intervenants possibles », il reste de droit positif et le respect de l’article L233-32 ne devrait pas permettre d’échapper à un contrôle de l’AMF sur ce point. A. Couret note ainsi que « l’émission des bons d’offre ne devrait pas être conçue exclusivement comme une mesure d’opposition à un initiateur particulier. Tel était le cas des bons Plavix qui étaient activés par un événement se produisant dans la personne de l’initiateur de l’offre. Les positions de l’AMF restent sur ce point indubitablement d’actualité : elle avait construit dans l’affaire des bons Plavix un principe d’Universalité dans la défense ». Christophe Clerc note également que « les conditions d’exercice des bons devront se rapporter aux termes de l’offre ou de toute contre-offre (...), elles ne pourraient pas, à notre avis, viser nommément un initiateur ». Un contrôle de l’AMF semble donc rester possible au regard de ce principe d’« universalité dans la défense ».

b. Les principes pouvant servir de fondement à un contrôle des bons d’offre par l’AMF

Si l’on s’écarte maintenant de l’affaire « Plavix », on remarque que le principe d’« universalité dans la défense », invoqué dans cette affaire, n’est certainement pas le seul principe à pouvoir être invoqué par l’AMF dans son contrôle des bons d’offre. Dans ce contrôle, l’AMF devrait d’abord pouvoir invoquer les principes de l’article 231-3 de son règlement général (i), mais elle pourrait également se référer à trois autres principes : le principe de la « relativité des défenses » (A. Viandier)(ii), le contrôle de la dépréciation des titres de la société (iii), et surtout le nécessaire respect de l’intérêt social de la cible (iv). Pour chacun de ces principes, il convient ici de se demander si le respect de l’article L233-32

permet à la cible de bénéficier d'un « safe harbour », ou si un contrôle de l'AMF reste possible. Il semble en tous les cas certain que l'autorisation légale de créer des bons ne dispense pas de manière générale les dirigeants de la cible de respecter les principes des offres publiques.

i) Les principes du règlement général

Pour ce qui est du principe de libre jeu des offres et des surenchères d'abord, A. Couret note qu'avant l'ordonnance du 24 juin 2004 « on s'interrogeait sur la licéité du recours aux augmentations de capital différées en période d'OPA »²³. A. Viandier considérait notamment qu'il y avait « incompatibilité entre l'idée d'une offre publique dont l'issue est déterminée par le libre jeu des surenchères et une pratique laissant une épée de Damocles au-dessus de l'initiateur » (A. Viandier, n°2046). D'autres auteurs au contraire (E. Cafritz et D. Caramalli, « les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF », mélanges AEDBF, page 67) considéraient qu'il était possible d'émettre des titres donnant accès à terme au capital. En tout état de cause, la loi interdit sans nul doute aujourd'hui toute contestation sur ce fondement.

Pour ce qui est ensuite du principe de loyauté dans les transactions et la compétition, il vient d'être signalé que ce principe pouvait permettre de contrôler les bons d'offre, notamment à travers le principe d'universalité dans la défense. Comme on l'a vu, les conditions d'exercice des bons d'offre ne doivent pas se référer à un initiateur particulier, car cela pourrait heurter le libre jeu de la compétition.

Mais le principe d'universalité dans la défense ne devrait pas rester la seule manifestation du contrôle au regard du principe de loyauté dans les transactions et la compétition. L'article L233-32 II indique que la société visée porte à la connaissance du public, « avant la clôture de l'offre », son intention d'émettre les bons. La société cible pourrait donc en pratique attendre le dernier moment pour décider si elle émet ou non les bons, ce qui pourrait conduire parfois à des abus et à une émission inattendue pour l'initiateur. A. Couret note que « cette règle est curieuse au regard des principes généraux du règlement général AMF et notamment de l'article 231-3 : peut-on dire qu'une annonce faite à la clôture de l'offre respecte les

²³ A. Couret, « Les bons d'offre », *recueil Dalloz 2006*, page 1372

principes de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition ? ».

Pour répondre à cette question, on peut se pencher sur la lutte qui a opposé en 1997 la société Rallye à Promodes pour le contrôle de la société Casino, même si cette affaire a finalement été tranchée sur le fondement du principe de libre jeu des offres et des surenchères, et non sur le fondement du principe de loyauté dans les transactions et la compétition. Dans cette affaire, la société Rallye avait exercé des bons de souscription d'actions de la société Casino, bons qu'elle détenait avant le dépôt de sa contre-offre. La société Rallye a ainsi pu « faire échouer l'offre de Promodès sans que pour autant Casino soit en mesure de garder son indépendance » (D. Carreau et H. Letréguilly). Dans son rapport pour 1997, la Commission des opérations de bourse s'est penchée sur cette affaire : « A ce sujet, dans le cadre de la prise de contrôle de la société Casino, l'attention de la commission a été appelée sur le fait de savoir si l'exercice de bons de souscription d'actions de la société Casino que la société Rallye détenait avant le dépôt de sa contre-offre, était constitutif d'une manœuvre susceptible de porter atteinte au principe de libre jeu des offres. La commission a considéré qu'il n'y avait pas lieu de s'opposer à l'exercice de ces bons qui ne paraissait pas de nature à fausser le libre jeu des offres et des surenchères dès lors que leur existence avait été portée à la connaissance du public et que l'initiateur de l'offre les avait expressément pris en compte dans ses offres successives ». La formulation de cette dernière phrase pousse *a contrario* à se demander si l'émission de bons d'offre juste avant la clôture de l'offre, et donc sans que l'initiateur ait pu les prendre en compte dans son offre, porterait atteinte au libre jeu des offres et des surenchères. A. Couret note à ce sujet que « la licence légale permet apparemment d'échapper à ces principes », mais l'on peut penser que dans le cas d'une émission délibérément déloyale, délibérément surprenante, cette licence légale ne devrait pas constituer un « safe harbour » absolu.

ii) L'interdiction des défenses absolues

Au-delà des principes précisément énoncés par le règlement général, l'AMF peut parfois exercer son contrôle au regard de principes non écrits. A. Viandier ajoute ainsi aux principes du règlement général un principe de « relativité des défenses » selon lequel les défenses absolues, c'est à dire qui empêchent toute offre publique, sont interdites.

Ce principe rappelle fortement l'argument avancé par le demandeur dans l'arrêt fondateur du droit des poison pills aux Etats-Unis, l'arrêt *Moran v. Household International* de 1985 (voir ci-dessous, II). Ce demandeur soutenait que la poison pill « usurpait le droit des actionnaires de recevoir des offres », et il était soutenu dans cette affirmation par la Securities and Exchange Commission justement, qui considérait que la défense mise en place « dissuaderait...virtuellement toutes les offres hostiles ». La Cour du Delaware a rejeté cette argumentation, qualifiée de « sans mérite », en notant que la méthode de défense ne constituait pas une « défense absolue ».

Cependant les arguments donnés par la Cour du Delaware pour dire que les poison pills ne constituaient pas une défense absolue ne sont pas transposables en droit français. La Cour du Delaware a en effet considéré qu'il ne s'agissait pas d'une défense absolue parce que le dispositif n'interdisait pas aux actionnaires de recevoir des offres d'achat (en considérant notamment qu'une réponse de la société à une demande de désarmement de la défense faisait l'objet du même contrôle judiciaire que la décision initiale de mise en place), et qu'il n'empêchait pas les prises de contrôle de la société, par exemple en sollicitant des pouvoirs de vote en vue de révoquer le conseil d'administration à la prochaine assemblée des actionnaires (selon la technique connue sous le nom de « proxy fight »). Ces deux arguments semblent difficiles à transposer en droit français, et l'on peut donc se demander si la validation législative des bons d'offre doit leur permettre d'échapper à un contrôle sur le fondement de l'interdiction des défenses absolues, ou si les bons d'offre restent sujets à un tel contrôle lorsqu'ils n'entraînent pas un simple renchérissement mais rendent l'acquisition complètement impossible en provoquant une dilution massive de l'initiateur.

Une telle dilution pourrait d'ailleurs également faire l'objet d'un contrôle sur le fondement de la dépréciation du titre.

iii) Le contrôle de la dépréciation du titre

On peut s'interroger sur la possibilité pour l'AMF de contrôler la dépréciation des titres de la société consécutive à l'exercice des bons d'offre. L'article L233-32 II indique en effet que l'attribution des bons se fait gratuitement et permet de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de la société émettrice. Au sujet de ces conditions préférentielles, les auteurs proposent en général un prix d'exercice égal ou légèrement supérieur à la valeur nominale. Le sénateur Marini (séance du 21 février 2006) note que « l'émission de titres

supplémentaires de capital produit une dilution de celui-ci, à laquelle sont susceptibles de réagir les investisseurs et qui risque de provoquer un ajustement à la baisse des cours. Pour éviter de telles réactions, qui rendraient la défense inefficace, il apparaîtrait logique qu'à l'opération technique d'émission des BSA soit associée une stratégie de la société cible de nature à inspirer confiance aux marchés ».

En tout état de cause, il paraîtrait utile que l'AMF effectue un contrôle sur le prix d'exercice des bons, pour éviter une dépréciation trop importante des titres de la société. Elle pourrait pour cela se baser sur le principe posé par la Commission des opérations de bourse dans les années 90 selon lequel « l'émission de titres nouveaux ne doit pas être réalisée à un prix susceptible de déprécier le titre de la société ». A. Couret note à ce sujet que ce principe avait certes été posé « à propos d'augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et sans indication de bénéficiaire. Or, le bon d'offre exerce ici une fonction de droit de souscription. On imagine mal cependant que la loi ait pu autoriser la dépréciation des titres de la société même consentie par une assemblée générale ». L'auteur ajoute que « si le prix d'exercice est totalement déconnecté de la valeur réelle de l'action, l'opération, peut être conforme à l'intérêt des actionnaires, devient manifestement contraire à l'intérêt social »²⁴. Cette idée d'un contrôle possible de l'AMF au regard de l'intérêt social de la cible est une idée qui semble aujourd'hui, et plus que jamais, d'actualité.

iv) Le contrôle au regard de l'intérêt social

Dans une perspective comparatiste, il est intéressant de noter que les principes du règlement général de l'AMF ne s'identifient pas du tout aux principes généraux qui gouvernent le contrôle des poison pills aux Etats-Unis. En France les principes sont avant tout dictés par les nécessités de fonctionnement du marché, alors qu'aux Etats-Unis le juge a créé des principes « sur mesure » pour la détermination de la validité des défenses anti-OPA, principes visant avant tout à éviter une autoprotection des dirigeants (voir l'arrêt Unocal ci-dessous, II) et à maximiser le profit des actionnaires (voir l'arrêt Revlon ci-dessous, II). Cependant un contrôle au regard de l'intérêt social de la cible changerait complètement la nature du contrôle par l'AMF, en le rapprochant du contrôle effectué aux Etats-Unis, et en l'éloignant d'une simple surveillance du bon fonctionnement du marché. Un tel contrôle au regard de l'intérêt

²⁴ A. Couret, « Les bons d'offre », *recueil Dalloz 2006*, page 1372

social de la cible ferait sans nul doute de l'AMF, plus spécialisée et plus rapide que les tribunaux, le principal « policier » des bons d'offre français.

Or un tel contrôle de l'AMF au regard de l'intérêt social de la cible paraît aujourd'hui plus que jamais d'actualité. Dans une décision du 27 avril 2006, l'AMF a fait référence à l'intérêt social pour des bons de souscription d'actions non défensifs : "l'intérêt social commandait de poursuivre le processus d'émission des BSA, regardé comme vital pour la société émettrice qui devait, pour assurer son développement futur, envisager des investissements nécessitant un apport en capital".

Mais c'est surtout à l'occasion de la refonte de son règlement général que l'AMF a songé à devenir la gardienne de l'intérêt social. Comme le dit Philippe Portier, « l'AMF s'est en effet posée la question de son éventuel rôle de censeur de l'intérêt social, non pas dans le texte même du projet, mais dans les commentaires y afférents... Le domaine des défenses anti-OPA est, par excellence, exposé aux actes faiblement motivés par l'intérêt social. Or, si seul le juge peut apprécier leur conformité à l'intérêt social, une violation de celui-ci ne donnera lieu à conséquences que bien longtemps après le fait, ce qui peut être regrettable. Certes, l'intérêt social traduit une préoccupation à long terme, alors que les principes directeurs des offres publiques, dont le respect est soumis à la vigilance du régulateur, s'inscrivent dans une perspective à plus court terme. Cependant, dans les deux cas, c'est l'intérêt ultime du marché, dont l'AMF est en principe la gardienne, qui est en jeu »²⁵. On ne peut trouver de meilleur plaidoyer en faveur d'un contrôle des bons d'offre par l'AMF au regard de l'intérêt social.

Finalement, l'intérêt social n'a pas été intégré dans la modification du règlement général, mais on peut comme Ph. Portier se demander « si malgré tout l'Autorité ne sera pas tentée désormais d'apprécier les défenses anti-OPA à l'aune de l'intérêt social de la cible et ce, alors qu'aucun texte ne lui reconnaîtrait ce rôle... » Encore une fois, un tel encadrement par l'AMF au regard de l'intérêt social constituerait aujourd'hui le moyen de contrôle des bons d'offre le plus efficace et le plus convaincant.

²⁵ Ph. Portier, « Information financière et intérêt social », *revue trimestrielle de droit financier n°1*, juin 2006

c. L'AMF va-t-elle autoriser le retrait ou la réouverture de l'offre ?

Après avoir examiné les principes au regard desquels l'AMF pourrait contrôler les bons d'offre, une question subsidiaire se pose quant à la possibilité pour un initiateur, lorsque les bons sont effectivement émis, de se retirer, ou de rouvrir son offre.

En cas d'émission des bons d'offre peu avant la clôture de l'offre, l'initiateur pourrait-il se retirer en arguant de la modification de la consistance de la société cible suite à l'émission des bons ? L'article 232-11 alinéa 2 du règlement général AMF indique que l'initiateur peut renoncer à son offre si, pendant la période d'offre, la société visée adopte des mesures d'application certaine modifiant sa consistance ou si l'offre devient sans objet. Il ne peut user de cette faculté sans l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 (voir ci-dessus). A. Couret note que l'AMF fera probablement « une application assez distanciée de son règlement général : le renchérissement de la cible n'est pas exactement une modification de sa consistance ». Christophe Clerc semble quant à lui considérer un tel retrait comme possible, même si une possibilité de retrait de l'initiateur en cas d'émission des bons enlève une part de leur dangerosité aux bons, et enlève donc aux dirigeants un peu de pouvoir de négociation.

Si l'initiateur refuse cependant de se retirer, l'offre peut-elle être réouverte ? L'article 232-4 du règlement général semble permettre une telle réouverture si l'offre a reçu un accueil favorable. Cet article indique que « si l'offre connaît une suite positive et confère à l'initiateur les deux tiers du capital et des droits de vote de la société visée, elle peut être réouverte, sur décision de celui-ci rendue publique dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif. Le seuil requis pour cette réouverture est ramené à la majorité du capital et des droits de vote si plusieurs offres étaient en présence. L'AMF publie, dès qu'elle en est saisie, le calendrier de réouverture de l'offre ». Dans le cas des bons d'offre, l'offre publique connaît bien dans certains cas une issue positive, et ce n'est que plus tard, lorsque les bons sont exercés, que la dilution intervient. L'article 232-4 semble donc, dans une interprétation littérale, applicable au cas des bons d'offre. Cependant, comme le note A. Couret, « on voit bien en même temps que l'on dénature ici le sens de l'article 232-4. L'objectif de l'article est de favoriser la réalisation d'une offre de fermeture du capital. Or, il s'agit ici de reconquérir un contrôle que l'on a virtuellement acquis mais que l'on est en train de perdre. Sans modification du règlement général la réouverture pose des difficultés ». Pour éviter ces

difficultés, l'auteur note que l'initiateur peut indiquer dès l'origine qu'il entend acquérir les actions à provenir d'une augmentation de capital qui pourrait être décidée en cours d'offre. En tout état de cause, et comme le dit Christophe Clerc²⁶, « l'acquisition...des actions résultant de l'exercice des bons, si elle n'est pas impossible, représente une option potentiellement coûteuse et hasardeuse pour l'initiateur, compte tenu notamment des capitaux déjà engagés par l'initiateur dans le cadre de l'offre initiale et de la flexibilité dont dispose la cible lors de l'émission des bons d'offre ».

²⁶ C. Clerc, « Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA », *Revue trimestrielle de droit financier* n°1, juin 2006

II. Le contrôle effectué par les tribunaux

A. Le contentieux de la responsabilité

L'Autorité des Marchés financiers semble être aujourd'hui l'institution la plus à même d'effectuer le contrôle externe des bons d'offre. Cependant ce sera le cas uniquement si elle décide d'inclure l'intérêt social dans les principes dont elle assure le respect, et si elle parvient à élaborer une définition précise de la notion d'intérêt social en période d'offre publique (voir ci-dessous, 2. a.). Si elle décide de ne pas exercer un contrôle des défenses anti-OPA à l'aune de l'intérêt social de la cible, ce sont les tribunaux qui devront prendre en charge la majeure partie de cette mission du contrôle externe des bons d'offre, comme ils l'ont fait aux Etats-Unis. Ils pourront remplir cette mission soit en retenant la responsabilité des dirigeants ayant commis une faute dans l'utilisation des bons, soit en annulant les bons d'offre. Pour ce qui est du contentieux de la responsabilité, les décisions rendues par les tribunaux du Delaware présentent un intérêt certain (1), en montrant quel est le degré adéquat de contrôle de l'action des dirigeants par les tribunaux, et en montrant les cas où les dirigeants doivent être vus comme fautifs. Ces décisions américaines ne sont pour la plupart pas à proprement parler issues d'un contentieux de la responsabilité, mais plutôt d'un contentieux de l'injonction, mais les solutions dégagées devraient pouvoir être transposées dans le droit français de la responsabilité (2), plutôt que dans le droit français de la nullité.

1. Les enseignements de la jurisprudence américaine²⁷

Les bons d'offre issus de la loi du 31 mars 2006 étant constitutifs d'un instrument nouveau, dotés d'une forte spécificité, il ne peut exister en l'espèce de jurisprudence directement applicable. Cependant, les bons d'offre étant fortement inspirés des « *rights plans* » inventés aux Etats-Unis il y a plus de vingt ans, l'examen de la jurisprudence américaine en la matière paraît opportun. Il ne s'agit bien sûr pas de nier les différences importantes existant entre les deux systèmes juridiques, mais de reconnaître que les problèmes posés des deux cotés de l'Atlantique sont fondamentalement les mêmes. Il ne sera au demeurant pas proposé un résumé de toute la jurisprudence disponible en la matière, mais un exposé chronologique et

²⁷ Cette première partie sur la jurisprudence américaine provient largement d'un article publié en collaboration avec Christophe Clerc et Louis Oudot de Dainville dans la revue trimestrielle de droit financier en janvier 2007.

thématique de certaines des décisions les plus marquantes. On présentera par conséquent d'abord les grandes décisions fondatrices (a), avant d'examiner plus en profondeur quelques uns des thèmes abordés (b).

a. Les décisions fondatrices

Quatre arrêts importants seront exposés ici : l'arrêt *Cheff v. Mathes* qui est une des premières décisions des Cours du Delaware au sujet des défenses anti-OPA (i), l'arrêt *Unocal v. Mesa Petroleum* qui est vraiment l'arrêt fondateur du droit des défenses anti-OPA au Delaware (ii), l'arrêt *Moran v. Household International* qui affirme pour la première fois la validité des poison pills (iii), et l'arrêt *Revlon v. MacAndrews* qui précise les intérêts devant être protégés dans la mise en œuvre des poison pills (iv).

i) Cheff v. Mathes

La jurisprudence des Cours du Delaware n'a jamais concerné exclusivement les poison pills, mais a toujours été une jurisprudence concernant l'ensemble des défenses anti-OPA. Dans le Delaware, un des premiers arrêts en la matière est l'arrêt *Cheff v. Mathes*²⁸ de 1964. Même si le droit positif s'est affiné et enrichi depuis cet arrêt, notamment avec l'arrêt *Unocal v. Mesa Petroleum*, l'arrêt *Cheff v. Mathes* demeure intéressant pour son mode de raisonnement.

Les faits étaient les suivants : la société *Holland Furnace*, spécialisée dans la vente directe de chaudières, avait observé que ses actions faisaient l'objet d'un nombre anormalement élevé de transactions sur le marché. Soupçonné d'être à l'origine de ces transactions, Monsieur *Maremont*, dirigeant de la société *Motor Products Corporation*, nia d'abord en être l'auteur, en précisant qu'il ne voudrait pas acquérir une société dont le système de distribution – la vente directe au détail – lui paraissait archaïque. Mais un mois plus tard, il reconnut être l'auteur des achats. Après enquête, la société *Holland Furnace* réussit à établir que *M. Maremont* était connu pour ses pratiques consistant à acquérir des sociétés en vue de les liquider ou de les revendre par appartements. La société *Holland Furnace*, dans la crainte d'une telle liquidation,

²⁸ *Cheff v. Mathes*, Delaware Supreme Court, 1964, 199 A.2d 548

procéda alors au rachat de 155.000 de ses propres actions à Motor Products pour un prix supérieur à celui du marché.

Une action en justice fut engagée par les actionnaires de Holland Furnace contre leurs dirigeants, sur le fondement d'un manquement de ceux-ci à leurs obligations fiduciaires, pour avoir accepté ce « *greenmail* ». La Cour Suprême du Delaware statua en faveur des dirigeants, en considérant que ceux-ci avaient prouvé, en montrant leur bonne foi et leurs diligences raisonnables, qu'ils avaient des motifs raisonnables de penser qu'existait un *danger* pour la société²⁹, compte tenu des pratiques de M. Maremont et de ses déclarations critiques sur le système de vente de Holland Furnace. Cette notion de *danger*, ou de *menace*, pour la société demeure, encore aujourd'hui, dans l'analyse des juridictions sur les défenses anti-OPA. D'un point de vue français, il est intéressant de voir que l'utilisation d'une défense anti-OPA n'est pas considérée par la Cour du Delaware comme un manquement des dirigeants à leurs obligations lorsque l'identité de l'initiateur pousse à craindre pour l'avenir de la société.

ii) *Unocal v. Mesa Petroleum*

L'arrêt *Unocal v. Mesa Petroleum* (1985)³⁰ est la décision fondatrice en matière de défenses, celle qui a élaboré le principe d'un nouveau critère au regard duquel les décisions des dirigeants doivent être examinées : « *l'enhanced scrutiny* ».

Les faits étaient les suivants. La société Unocal avait fait l'objet d'une offre lancée par la société Mesa, titulaire de 13% du capital, qui était structurée en deux étapes : dans un premier temps, un prix de 54 dollars par action était proposé pour 37% du capital, ce prix étant payé en numéraire, alors que dans un second temps, le prix, identique dans sa valeur nominale, était payable en instruments financiers à la valeur douteuse. La réponse de la cible fut le lancement d'une offre de rachat portant sur 49% de ses propres actions pour 72 dollars par action, rémunérée en obligations. Cette offre excluait l'initiateur de l'offre publique. Elle présentait en outre l'avantage annexe d'endetter la société cible et donc de la rendre moins attrayante pour l'initiateur.

²⁹ "... a reasonable threat to the continued existence of Holland, or at least existence in its present form".

³⁰ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, Delaware Supreme Court, 1985, 493 A. 2d 946

Face à une telle défense, la question qui se posait à la Cour Suprême du Delaware était de savoir quelle marge de manœuvre laisser aux dirigeants. Deux standards d'appréciation étaient à sa disposition : la « *business judgment rule* » et l'« *entire fairness* ».

Appliquer le critère de la « *business judgment rule* » revenait à laisser un large pouvoir d'appréciation des dirigeants. Ce principe a notamment été défini comme une « *présomption qu'en prenant une décision les administrateurs d'une société agissaient sur une base informée, de bonne foi et dans l'honnête croyance que la décision prise était dans les meilleurs intérêts de la société* ». ³¹ L'arrêt Gries Sports Enters³², donne les précisions suivantes: « *La business judgment rule est un principe de gouvernement des entreprises qui fait partie de la common law depuis au moins 150 ans. Il a traditionnellement été utilisé comme un bouclier protégeant les dirigeants contre la mise en jeu de leur responsabilité. Si les dirigeants bénéficient de la protection de cette règle, les Cours ne doivent pas interférer ou réviser leurs décisions. [...] La business judgment rule est une présomption réfragable que les dirigeants sont mieux à même que les tribunaux de prendre des décisions concernant la vie des affaires, et que les dirigeants ont agi sans conflit d'intérêts, de manière diligente, et de bonne foi. C'est sur la personne contestant une décision des dirigeants que pèse la charge de la preuve pour renverser cette présomption* ». Ce principe, que l'on peut assimiler au principe de non-immixtion du juge dans les affaires sociales, consiste donc en une présomption simple que les dirigeants agissent de manière diligente, de bonne foi et dans l'intérêt de la société. Il appartient donc à celui qui veut faire condamner les dirigeants de rapporter la preuve contraire. Ce véritable « *bouclier juridique* » est en général perçu aux Etats-Unis comme la condition *sine qua non* du développement d'une activité entrepreneuriale.

Une alternative aurait pu consister à appliquer un critère dérivé de l'« *entire fairness* » traditionnellement utilisé en cas de conflit d'intérêts des dirigeants³³ - l'idée étant que les offres publiques feraient naître, par nature, un conflit d'intérêt entre dirigeants sociaux et actionnaires de la société cible, les premiers étant censés chercher avant tout la pérennité de leurs fonctions alors que les seconds chercheraient à maximiser la valeur de leur investissement. L'application de ce critère, que l'on pourrait qualifier de critère de « *parfaite*

³¹ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

³² Gries Sports Enters, Inc. v. Cleveland Browns Football Co., Inc., 496 N. E 2d 959, 963-964

³³ L'arrêt Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 indique ainsi que « When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain ».

équité », aurait imposé aux dirigeants de démontrer leur entière bonne foi ainsi que le caractère parfaitement équitable de la transaction. Sur ce dernier point, deux éléments auraient dû être prouvés : d’abord l’équité dans la procédure suivie (appelée « *fair dealing* »), ce qui recouvre la manière dont la transaction a été structurée, négociée, dévoilée aux autres dirigeants, et la manière dont l’approbation de la transaction par les dirigeants et actionnaires a été obtenue ; et ensuite l’équité du prix (ou « *fair price* »). L’application de ce critère aurait bridé à l’excès les possibilités d’action des dirigeants.

Pour sortir de ce dilemme, la Cour Suprême du Delaware fit référence à un nouveau critère, toujours utilisé depuis lors : celui de l’« *enhanced duty* » ou « *enhanced judicial scrutiny* », que l’on pourrait traduire par « *devoir renforcé* »³⁴. Pour l’ensemble des mesures défensives, un étalon de contrôle en deux temps (« *two-prong test* ») serait désormais appliqué.

Les dirigeants de la cible devraient prouver, en premier lieu, qu’ils avaient des motifs raisonnables de penser qu’existait un « *danger* » pour la société³⁵, en montrant leur bonne foi et leurs diligences raisonnables. En examinant ces « *dangers* », le conseil d’administration peut se préoccuper de « *l’inadéquation du prix offert, de la nature et du calendrier de l’offre, des questions d’illégalité, de l’impact sur les « parties prenantes » autres que les actionnaires (c’est-à-dire, les créanciers, clients, employés et peut-être même la communauté en général), le risque de non réalisation et la qualité des titres offerts dans l’échange* ». La preuve de l’existence du « *danger* » incombe aux dirigeants. La Cour a par ailleurs expressément relevé que la preuve requise était « *significativement facilitée* »³⁶ si la majorité des administrateurs était constituée, comme en l’espèce, de personnalités extérieures à la société et indépendantes.

En second lieu, les dirigeants de la cible devaient établir que la mesure de défense mise en place était raisonnable par rapport à la menace constatée, selon un test de proportionnalité.

³⁴ Techniquement, ce critère fut présenté par la Cour comme se rattachant à celui de la « *business judgment rule* » : « *there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred* ». On emploie aussi les termes de « *enhanced scrutiny* » pour désigner le test issu de l’arrêt Unocal.

³⁵ Ce danger est qualifié de « *threat to the corporate policy* » ou de « *danger to corporate policy or effectiveness* ».

³⁶ « *Such proof is materially enhanced, as here, by the approval of a board comprised of a majority of outside independent directors* ». Ce principe sera toujours réaffirmé dans les arrêts subséquents.

On notera que la Cour avait par ailleurs précisé que les dirigeants, dans le cadre de la mise en œuvre de la défense, ne devaient pas agir « *seulement ou principalement dans le désir de se maintenir en fonctions* »³⁷.

En l'espèce, dans l'arrêt Unocal, la Cour a considéré que la mesure de défense satisfaisait les nouveaux critères. Le « *danger* » pour la société était notamment constitué par la structuration de l'offre, qui aurait pu pousser les actionnaires à vendre leurs actions immédiatement, de peur de recevoir dans l'avenir des instruments financiers sans valeur. La question du caractère « *raisonnable* » de la mesure de défense adoptée par rapport à la menace constatée était essentiellement liée à la possibilité d'exclure l'initiateur de l'offre du programme de rachat d'actions. La Cour a estimé qu'une telle exclusion était raisonnable dans la mesure où permettre à Mesa de vendre ses actions à 72 dollars aurait en quelque sorte été une « subvention » versée par Unocal à l'initiateur, subvention permettant à ce dernier de financer sa propre offre à 54 dollars. La Cour a noté en outre que la loi n'interdisait pas cette exclusion de l'initiateur et qu'une telle distinction entre initiateur et autres actionnaires existait déjà (dans un sens favorable à l'initiateur) dans le cas du « *greenmail* ». Notons toutefois qu'après l'arrêt Unocal, la SEC a promulgué une règle 14d-10 du Williams Act, qui interdit les offres publiques sélectives.

D'un point de vue français, l'arrêt Unocal v. Mesa Petroleum est particulièrement intéressant car il montre une immixtion assez importante des tribunaux dans les décisions des dirigeants, en écartant l'application basique de la *business judgment rule*. Il est également intéressant par sa condamnation claire de l'autoprotection des dirigeants, mais surtout par sa liste des raisons que peuvent invoquer les dirigeants pour mettre valablement en place une défense : inadéquation du prix bien sûr, structure de l'offre, illégalité, impact sur les « parties prenantes » autres que les actionnaires (créanciers, clients, employés et peut-être même la communauté en général), risque de non réalisation et qualité des titres offerts dans l'échange.

iii) Moran v. Household International

L'arrêt Unocal a rapidement trouvé à s'appliquer aux « *poison pills* » dans l'arrêt Moran v. Household International (1985)³⁸.

³⁷ «*Solely or primarily out of a desire to perpetuate themselves in office*».

³⁸ Moran v. Household International Inc., Delaware Supreme Court, 1985, 500 A.2d 1346

En l'espèce, on était en présence d'un dispositif adopté à titre préventif, en dehors de tout contexte d'offre, et prévoyant que les actionnaires de la cible pouvaient obtenir un bon par action, soit en cas d'offre d'achat portant sur 30% du capital, soit en cas de dépassement par un actionnaire du seuil de 20% du capital. Le plan prévoyait que les bons permettaient de souscrire immédiatement, à des conditions avantageuses, à des actions de la cible (clause de « *flip-in* ») ou, en cas de fusion ou de regroupement, à des actions de l'initiateur de l'offre (clause de « *flip-over* »).

Dans cette affaire, où la validité de la défense était mise en cause, la Cour a répondu, à titre préliminaire, à trois questions qui sont toujours sensibles en matière de mise en œuvre de défenses. Ces trois questions sont importantes d'un point de vue français, la première pour le contentieux de la responsabilité (voir ci-dessous), la seconde pour le contentieux de la nullité (voir ci-dessous, II A.), et la troisième pour le contrôle par l'AMF (voir ci-dessus, I B.).

D'abord, la Cour a considéré comme un élément favorable le fait que la pilule ait eu une vocation générale et n'aie pas été mise en place en réponse à une menace spécifique. De manière intéressante pour le droit de la responsabilité français, la Cour privilégie les défenses adoptées « à froid » en considérant que « *leur adoption à titre préventif (...) réduit le risque que, sous la pression d'une offre d'achat, les dirigeants ne prennent des décisions déraisonnables* »³⁹.

Ensuite, la Cour a rejeté l'argument selon lequel la loi ne prévoyait pas que les bons de souscription puissent être utilisés comme moyen de défense. Cet argument revenait à limiter l'usage des bons à un but de financement de la société. L'argument du « *détournement de fonction* » n'a ainsi pas été retenu, argument qui pourrait également selon A. Viandier être invoqué dans le contentieux des bons français.

Enfin, comme on l'a vu dans lors de l'examen du contrôle par l'Autorité des Marchés financiers, le demandeur dans l'arrêt Moran soutenait que le mécanisme de défense « usurpait le droit des actionnaires de recevoir des offres ». Il était soutenu par la SEC, qui affirmait que la défense mise en place « dissuaderait ... virtuellement toutes les offres hostiles ». La Cour a

³⁹ la citation exacte étant « pre-planning for the contingency of a hostile takeover might reduce the risk that, under the pressure of a takeover bid, management will fail to exercise reasonable judgment »

rejeté cette argumentation, qualifiée de « sans mérite », en notant que la méthode de défense ne constituait pas une défense absolue. La Cour a ainsi relevé que le dispositif n'interdisait pas aux actionnaires de recevoir des offres d'achat (en considérant notamment qu'une réponse de la société à une demande de désarmement de la défense faisait l'objet du même contrôle judiciaire que la décision initiale de mise en place), et qu'il n'empêchait pas les prises de contrôle de la société, par exemple en sollicitant des pouvoirs de vote en vue de révoquer le conseil d'administration à la prochaine assemblée des actionnaires (selon la technique connue sous le nom de « proxy fight »).

La Cour a ensuite vérifié que les critères posés par l'arrêt Unocal étaient bien remplis en l'espèce. On notera que, pour justifier le caractère raisonnable de la mesure de défense, la Cour a notamment relevé la préoccupation du conseil d'administration face aux « bust-up takeovers », c'est-à-dire les acquisitions financées par la vente d'actifs de la cible.

iv) Revlon v. MacAndrews

L'arrêt *Revlon v. MacAndrews* (1986)⁴⁰ a, lui, posé les bases d'une autre problématique qui trouvera certainement de nombreux échos en droit français. Se posait en effet la question des intérêts devant être protégés en priorité par les dirigeants de la cible en période d'offre.

En l'espèce, la société Pantry Pride avait lancé une offre d'acquisition sur la société Revlon au prix de 47,5 dollars par action. Les banquiers conseils de Revlon exposèrent au conseil d'administration que le prix était inadéquat et que cette offre serait financée par la vente d'actifs de la société cible. En réponse, Revlon mit en place trois défenses. La première était une poison pill. La deuxième était une offre publique d'échange de ses propres actions contre des obligations, au prix de 47,5 dollars par action, portant sur environ un tiers de son capital – étant précisé que les obligations comportaient des engagements de Revlon (« covenants ») de ne pas s'endetter, vendre les actifs de la société ou payer des dividendes, sauf accord des administrateurs indépendants. La troisième était la recherche d'un chevalier blanc – en l'occurrence la société Forstmann.

⁴⁰ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, Delaware Supreme Court, 1986, 506 A. 2d 173

En dépit du succès de l'offre publique de Revlon sur ses propres actions, qui alourdissait son endettement, Pantry Pride releva son offre à 56,25 dollars. C'est alors que Revlon conclut un accord avec Forstmann, aux termes duquel ce dernier faisait une offre à 57,25 dollars, en échange de quoi il obtenait d'une part des avantages rendant impossible la poursuite de son offre par Pantry Pride⁴¹ et d'autre part la levée des « *covenants* ». La levée de ces « *covenants* » entraînant la chute de la valeur des obligations, Forstmann s'engageait par ailleurs à procéder à un échange d'obligations, pour préserver les intérêts des obligataires.

Pantry Pride releva son offre à 58 dollars et demanda l'annulation judiciaire des accords conclus entre Revlon et Forstmann.

La Cour Suprême fit droit à la demande de Pantry Pride. Elle considéra que, après que le prix avait atteint 53 dollars, il était devenu « *apparent aux yeux de tous qu'une vente des actifs de la société était inévitable* »⁴². En outre, les négociations avec Forstmann montraient que Revlon était désormais prête à vendre. Dans ces conditions, le rôle du conseil d'administration changeait de « *la préservation de Revlon en tant qu'entité sociale* » à « *la maximisation de la valeur de la société dans une vente au profit des actionnaires* ». On peut noter qu'en acceptant la levée des « *covenants* » obligataires au profit de Forstmann, Revlon avait en fait accepté le « *break-up* » de Revlon – en d'autres termes, Revlon avait reconnu que Forstmann pourrait avoir besoin de procéder à la vente d'actifs de Revlon pour financer l'offre. Dans ces conditions, la préservation de Revlon en tant qu'entité sociale ne pouvait plus être mise en avant pour justifier la mesure de défense. Le rôle des administrateurs cessait d'être celui de « *défenseurs du bastion social* » pour se transformer en organisateur d'enchères⁴³.

Ainsi, quand les administrateurs participent eux-mêmes à la mise en vente de la société, et que les prix ou les modalités de cession conduisent au démantèlement de la société, il n'est plus possible d'invoquer la préservation du « *bastion social* » (et des divers intérêts qui y sont attachés) pour défendre la société contre un initiateur au profit d'un chevalier blanc. Seuls comptent alors les intérêts des actionnaires.

⁴¹ En l'espèce, Revlon concédait à Forstmann le droit d'acquérir à vil prix des actifs importants en cas de succès d'une offre concurrente.

⁴² « It became apparent to all that the break-up of the company was inevitable ».

⁴³ «The directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company».

b. Le perfectionnement du dispositif

Les arrêts Revlon et Unocal ci-dessus ayant posé les contours de la jurisprudence sur les défenses anti-OPA, leur portée a été précisée dans plusieurs décisions ultérieures. Trois questions ont en particulier fait l'objet de développements.

i) *Quand faut-il privilégier l'intérêt de l'actionnaire ?*

La première question était de savoir quand exactement l'obligation de faire monter les enchères au profit des seuls actionnaires, obligation prévue par l'arrêt Revlon, trouvait à s'appliquer.

Dans la première espèce, l'arrêt Time-Warner⁴⁴, rendu en 1990, Time et Warner avaient prévu de longue date une fusion. Le projet de fusion s'apparentait plutôt à une acquisition de Warner par Time⁴⁵. Le projet était en outre protégé par une clause d'exclusivité interdisant à Time de s'intéresser à des opérations alternatives et par un accord d'échange de titres portant sur environ 10% du capital de chacune des deux sociétés. Le lancement par la société Paramount d'une offre publique d'achat sur la totalité des actions de Time conduisit Time et Warner à structurer leur rapprochement en offre publique mixte de Time sur Warner⁴⁶. Paramount et des actionnaires de Time contestèrent l'opération, en invoquant le fait que la fusion, telle que prévue à l'origine, était constitutive d'un changement du contrôle de Time qui devait conduire à l'application de la jurisprudence Revlon⁴⁷.

La Cour rappela d'abord deux principes qui semblent très intéressants d'un point de vue français : en premier lieu, que le conseil d'administration « *n'est pas en soi dans l'obligation*

⁴⁴ Paramount Communications, Inc. V. Time, Inc., Delaware Supreme Court, 1990, 571 A. 2d 1140

⁴⁵ En effet, d'une part, le projet contenait des clauses sur la gouvernance du futur ensemble qui étaient favorables à Time et d'autre part, le ratio d'échange des actions prévoyait une prime au profit des actionnaires de Warner, prime typique des prises de contrôle. A contrario, on notera que le résultat de cette « prime de contrôle » était de donner aux anciens actionnaires de Warner environ 62% du nouvel ensemble.

⁴⁶ L'arrêt indique ainsi que « *the Time directors expressed their concern that their stockholders would not comprehend the long-term benefits of the Warner merger* ». A la différence de la fusion, l'offre de Time sur Warner n'avait pas besoin de l'approbation des actionnaires de Time.

⁴⁷ Cet argument s'appuyait sur le fait que, comme indiqué ci-dessus, Warner aurait détenu, post-fusion, 62% du capital du nouvel ensemble.

de maximiser la valeur actionnariale à court terme, et ce même dans le contexte d'une offre »⁴⁸ et en second lieu, que les administrateurs peuvent « déterminer que le cours actuel des actions n'est pas représentatif de leur vraie valeur ou qu'il peut y avoir plusieurs valeurs de marché pour une action »⁴⁹. Puis la Cour rappela deux cas⁵⁰ dans lesquels, en application de la jurisprudence Revlon, le conseil d'administration a le devoir de maximiser la valeur des actionnaires, à savoir : (i) quand la société s'engage dans un processus organisé d'enchères dans le but de se vendre ou de procéder à une réorganisation aboutissant à un « break-up » et (ii) quand une société, en réponse à une offre, abandonne sa stratégie à long terme et recherche une transaction alternative impliquant un « break-up » de la société. La Cour conclut qu'en l'espèce le projet de fusion ne rendait pas « inévitable » le « break-up » de Time⁵¹.

Dans la seconde espèce, l'arrêt QVC⁵², rendu en 1994, il s'agissait d'un projet d'offre amicale suivie d'une fusion entre la société Viacom et la société Paramount (société cible). Viacom était une société contrôlée par un actionnaire personne physique, à la différence de Paramount, dont les titres étaient dispersés dans le public. L'opération prévoyait que, post-fusion, le nouvel ensemble serait sous le contrôle de l'actionnaire principal de Viacom. Peu avant le début de l'opération, la société QVC lança une offre hostile sur Paramount. Des surenchères eurent lieu, qui aboutirent à ce que QVC offre finalement un prix supérieur à celui de Viacom. Le conseil d'administration de Paramount, qui ne pouvait avoir de contacts avec Viacom en raison de clauses d'exclusivité signées avec Viacom, recommanda l'offre de Viacom (pourtant inférieure), en arguant de la conditionnalité de l'offre de QVC (soumise à une condition de financement) et des meilleures perspectives à terme de l'ensemble Viacom-Paramount.

La Cour a considéré ici que l'arrêt Revlon s'appliquait car d'une part, contrairement à l'espèce de l'arrêt Time-Warner, la cible avait entamé un processus dans le but de se vendre,

⁴⁸ “The board of directors [...] is not under any per se duty to maximize shareholder value in the short term, even in the context of a takeover”.

⁴⁹ “the present stock market price is not representative of true value or there may indeed be several market values for any corporation's stock”.

⁵⁰ En précisant que d'autres cas d'application pouvaient être envisagés.

⁵¹ On notera qu'en première instance, le rejet de la position des demandeurs s'était fondée sur le fait que la fusion envisagée ne pouvait constituer un « changement de contrôle » au sens de l'arrêt Revlon, parce que la société n'était pas contrôlée (ses actions étant dispersées dans le public). La Cour Suprême a explicitement reconnu la validité de ce raisonnement.

⁵² Paramount Communications, Inc. V. QVC Network, Inc., Delaware Supreme Court, 1994, 637 A.2d 34

et, d'autre part, était en cause un véritable changement de contrôle (la société cible, appartenant avant l'opération à un ensemble hétérogène d'actionnaires, et étant contrôlée après la transaction par Viacom). La situation diffère ainsi de celle de l'arrêt Time-Warner, qui n'organisait pas de changement de contrôle dans le projet initial de fusion dans la mesure où Time devait être détenue, avant et après la fusion, par des actionnaires dispersés⁵³. La Cour a toutefois confirmé que « *si la cession du contrôle d'une société cible n'est pas la conséquence des actes de son conseil d'administration* », le conseil d'administration peut « *résister* » à l'offre non sollicitée.

Le conseil d'administration aurait donc dû rechercher quelle offre était la meilleure pour les actionnaires. Ce faisant, il aurait dû prendre en considération des facteurs comme « *l'équité* (« *fairness* ») *et la faisabilité de l'offre ; le financement proposé ou effectif de l'offre, et les conséquences de ce financement ; les questions d'illégalité ; le risque de non-réalisation ; l'identité de l'offrant, son « background » et ses autres acquisitions (« business venture experiences* ») ; *et le plan d'affaires de l'offrant pour la société et ses effets sur les intérêts des actionnaires* ». Dans son examen attentif de la décision prise, la cour doit décider si « *les administrateurs ont pris une décision raisonnable, non une décision parfaite* » - la décision doit être « *within a range of reasonableness* ». En l'espèce, la cour a fait droit aux demandes de QVC, le conseil de Paramount n'ayant pas recherché la « *meilleure valorisation [de Paramount] raisonnablement disponible pour ses actionnaires* ».

Du point de vue français, les deux arrêts Time-Warner et QVC sont donc intéressants, le premier car il donne une grande marge de manœuvre au conseil d'administration et pose que l'intérêt que doivent privilégier les dirigeants n'est pas par principe une valeur actionnariale à court terme, et le second car il indique quels sont les critères à prendre en compte lorsque l'intérêt des actionnaires doit effectivement être privilégié, c'est à dire lorsqu'il y a un changement de contrôle.

ii) *Quelles « menaces » justifient la mise en place de défenses ?*

La seconde question était de savoir quelles menaces pouvaient légitimement satisfaire le premier test de l'arrêt Unocal.

⁵³ “*There was no change of control in the original stock-for-stock merger between Time and Warner because Time would be owned by a fluid aggregation of unaffiliated stockholders both before and after the merger*”.

Dans ce cadre, les juges de l'arrêt Time-Warner précité ont affirmé, en tête de leur arrêt, qu'ils rejetaient « *l'argument selon lequel la seule menace pouvant résulter d'une offre en numéraire portant sur toutes les actions est la possibilité d'une valorisation inadéquate* »⁵⁴. Puis ils indiquèrent que l'utilité de l'arrêt Unocal était sa « *flexibilité* » comme outil d'analyse en face de « *scénarios divers* », en précisant que l'arrêt Unocal ne devait pas conduire à une « *procédure d'évaluation mécanique* ».

La menace requise par le premier test de l'arrêt Unocal était en l'espèce constituée, d'une part, par le fait que les actionnaires pouvaient être tentés de vendre leurs actions du fait de leur ignorance du bénéfice que leur aurait rapporté une éventuelle synergie avec la société Time et d'autre part, par le calendrier de l'offre, qui pouvait être considéré comme ayant eu pour objectif de semer la confusion dans l'esprit des actionnaires au moment du vote sur la fusion.

Dans l'arrêt Unitrin, qui sera examiné plus en détail ci-dessous, la Cour Suprême du Delaware a cité des auteurs qui avaient procédé à une tentative de classification des menaces pouvant justifier la mise en place de défenses. Trois catégories ont été proposées : la perte d'opportunité (« *opportunity loss* »), quand l'offre peut priver les actionnaires d'une meilleure opportunité proposée soit par les dirigeants de la cible, soit par un autre initiateur, la « *coercition structurelle* » (« *structural coercion* »), quand le risque de traitement inégalitaire envers les actionnaires qui n'apportent pas à l'offre peut affecter leur décision et enfin la « *coercition substantielle* » (« *substantive coercion* »), quand les actionnaires risquent d'accepter par erreur une offre sous-évaluée parce qu'ils ne croient pas aux déclarations des dirigeants sur la valeur intrinsèque de la société.

iii) Jusqu'où les défenses peuvent-elles être renforcées ?

Certaines sociétés ont ajouté à leurs défenses traditionnelles, fondées sur les bons, des mécanismes empêchant la prise de pouvoir par la voie des élections. La question qui se pose est alors de savoir jusqu'où le renforcement de ces défenses est légal. Du point de vue

⁵⁴ “We reject the argument that the only corporate threat posed by an all-shares, all-cash tender offer is the possibility of inadequate value”.

français, cette question est surtout intéressante pour ce qui est de l'interdiction par l'AMF des défenses absolues (voir ci-dessus, I. B.).

Une série d'arrêts est venue préciser le contrôle judiciaire s'exerçant sur ce type défenses. Leur point d'équilibre est le souci de n'interdire aucun mécanisme en soi, tout en rejetant les défenses absolues, prohibées depuis l'arrêt Moran.

Ainsi, dans l'arrêt Blasius Industries v. Atlas⁵⁵, la Cour de première instance du Delaware a décidé que les défenses ayant pour objet principal d'empêcher les actionnaires d'élire de nouveaux dirigeants n'étaient pas en soi interdites, mais devaient être « *très solidement justifiées* »⁵⁶. En effet, si le conseil d'administration peut en général agir sur le fondement de ce qu'il « *sait mieux que les actionnaires ce qui est dans l'intérêt de la société* », ce principe n'est pas pertinent pour l'élection des administrateurs eux-mêmes.

En l'espèce, la société Blasius, principal actionnaire de la société Atlas avec 9,1% de son capital⁵⁷, voulait prendre le contrôle du conseil d'administration de cette société en faisant adopter une résolution augmentant le nombre d'administrateurs de 7 à 15 pour pouvoir ensuite élire immédiatement les 8 membres supplémentaires. L'objectif de Blasius était de faire procéder Atlas à une distribution en numéraire exceptionnelle et substantielle, financée par emprunt et cessions d'actifs. Les banques conseils d'Atlas estimèrent que ce plan de « *leveraged recapitalization* » empêcherait le développement futur de la société et lui ferait courir des risques importants de solvabilité pouvant conduire à la faillite. Les dirigeants en place, qui venaient d'achever un important plan de restructuration interne, réagirent en cooptant deux administrateurs nouveaux acquis à leur cause, ce qui faisait effectivement obstacle à la tentative de prise de contrôle. La Cour a considéré que la mesure de défense consistant à augmenter le nombre de dirigeants pour empêcher l'initiateur de prendre le contrôle par la voie des élections n'était pas suffisamment justifiée⁵⁸.

⁵⁵ Blasius Indus., Inc. V. Atlas Corp., Del. Ch., 1988, 564 A. 2d 651

⁵⁶ Selon cet arrêt, « *The board of directors (...) bears the heavy burden of demonstrating a compelling justification* »

⁵⁷ Blasius avait pris cette participation dans les quatre mois précédant l'annonce de son intention de prendre le contrôle de la société. Cette participation avait été financée par l'émission de *junk bonds*.

⁵⁸ On notera, pour l'anecdote, que Blasius n'a finalement pas obtenu la majorité requise pour prendre le contrôle du conseil d'administration.

Dans l'arrêt Unitrin v. American General Corp.⁵⁹, il s'agissait de l'annonce d'une offre publique d'achat hostile, portant sur 100% du capital, dont le prix excédait d'un tiers la valeur de marché. Cette offre faisait suite à l'échec d'une tentative de rapprochement amicale. Peu après cette annonce, la cible avait mis en place une poison pill, et lancé un programme de rachat par la cible de ses propres actions. Les dirigeants, détenant avant ce programme 23% des actions, voulaient par ce rachat auquel ils ne participeraient pas, atteindre les 25% nécessaires pour bloquer par leur vote tout rapprochement avec une autre société.

La Cour Suprême, appliquant l'arrêt Unocal, a indiqué que ce type de défense n'était pas en soi interdit s'il était non « *draconien* » et raisonnable. Plus exactement, la Cour a considéré que dans l'appréciation du second test de l'arrêt Unocal, portant sur la proportionnalité de la défense à la menace, les juges devaient procéder en deux temps.

Dans un premier temps, il convient de rechercher si la défense est « *draconienne* » (« *draconian* »⁶⁰), c'est à dire si elle est soit coercitive (« *coercive* »), dans le sens où elle obligerait les actionnaires à choisir l'option privilégiée par les dirigeants, soit exclusive (« *preclusive* »), ce qui serait le cas si elle interdisait l'offre. Ainsi, une défense fondée sur une poison pill n'est pas en soi draconienne, indique la Cour, parce qu'elle n'empêche pas les offres et ne restreint pas fondamentalement la possibilité de lancer un « *proxy contest* ».

Dans un second temps, si la défense proposée n'est pas draconienne, il faut rechercher simplement si la défense s'inscrit dans le champ des solutions raisonnables⁶¹.

En l'espèce, le programme de rachat d'actions n'a pas été considéré comme coercitif, parce que les actionnaires, au lieu d'apporter à l'offre de rachat, pouvaient vendre sur le marché. La Cour Suprême a renvoyé à la Cour de Première Instance le soin de déterminer si ce programme était « *exclusif* », en vérifiant la possibilité de lancer un « *proxy contest* » dont le succès ne serait ni « *mathématiquement impossible* » ni « *réalistement irréalisable* ». Ce

⁵⁹ Unitrin, Inc. V. American General Corp., Delaware Supreme Court, 1995, 651 A. 2d 1361

⁶⁰ La Cour cite la définition donnée au terme « *draconian* » par le dictionnaire « Webster's New International » : « *Of or pert. to Draco, an archon and member of the Athenian eupatridae, or the code of laws which is said to have been framed about 621 B.C. by him as a thesmothete. In them the penalty for most offences was death, and to a later stage they seemed so severe that they were said to be written in blood. Hence, barbarously severe; harsh; cruel.* »

⁶¹ Selon cet arrêt, citant l'arrêt QVC, « *If a defensive measure is not draconian, however, because it is not either coercive or preclusive, the Unocal proportionality test requires the focus of enhanced judicial scrutiny to shift to the « range of reasonableness » ».*

dernier test suppose bien évidemment, pour la Cour, un examen *in concreto* de la structure de l'actionnariat, et en particulier de sa dispersion et de la présence d'actionnaires institutionnels.

La Cour a ainsi, dans les arrêts *Blasius* et *Unitrin*, admis la validité de principe des défenses interférant avec le droit de vote des actionnaires, mais à condition que celles-ci laissent une chance à l'initiateur de prendre le contrôle de la société cible.

2. Le développement nécessaire du droit français de la responsabilité

A la lumière de cette jurisprudence américaine très développée, comment réagiront les tribunaux français dans le contentieux de la responsabilité des dirigeants ? On ne traitera pas ici de la responsabilité pénale des dirigeants, les juridictions pénales pouvant éventuellement sanctionner sur le fondement de l'abus du pouvoir de l'article L 242-6 du Code de commerce un dirigeant usant d'une délégation de l'assemblée générale pour contrer une offre intéressante pour la société mais qui risquerait de lui faire perdre son poste.

La deuxième question qui doit être soulevée en introduction au droit français est celle de savoir si le respect complet de la délégation dans toutes ses conditions immunise les dirigeants contre toute action en responsabilité. La réponse à notre avis devrait être négative, dans la mesure où il est par exemple nécessaire de trouver un fondement autre que le droit pénal pour sanctionner des dirigeants bénéficiant d'une délégation trop large et en usant dans un intérêt personnel. V. Magnier indique ainsi que le fait que l'opération dommageable ait été autorisée par l'assemblée des actionnaires n'exonère pas nécessairement les dirigeants mais peut entraîner une atténuation de leur responsabilité⁶². A. Couret note également qu'« on arrive à concevoir la responsabilité du conseil d'administration ou des dirigeants bénéficiaires d'une délégation ou d'une subdélégation »⁶³.

Il s'agit maintenant de savoir comment les tribunaux français pourraient utiliser l'expérience américaine dans le contentieux de la responsabilité lié aux bons d'offre. Le premier constat

⁶² Véronique Magnier, « Droit des sociétés », *Dalloz* 3^e édition

⁶³ A. Couret, « Les bons d'offre », *recueil Dalloz* 2006, page 1372

qui ressort de la jurisprudence américaine est qu'il est possible de forger une jurisprudence⁶⁴ complète permettant de régler le comportement des dirigeants dans le cadre de la mise en œuvre de défenses. Pour créer une telle jurisprudence, les juridictions du Delaware ont dû courageusement sortir de leur réserve traditionnelle formalisée dans la « *business judgment rule* », et ont dû s'immiscer activement dans les affaires de la société. Une révolution similaire est nécessaire en France, où les tribunaux devront mettre de côté leur politique de non-immixtion s'ils veulent exercer un contrôle efficace sur les bons d'offre (a). Une fois ce pas franchi, il convient d'énumérer les cas envisageables de responsabilité des dirigeants français (b) : les dirigeants doivent-ils dans certains cas être responsables lorsque, confrontés à une offre hostile, ils décident de ne pas mettre en place les bons ? S'ils décident de mettre en place les bons, dans quels cas leur responsabilité doit-elle être retenue ?

a. La mise à l'écart du principe de non-immixtion, ou la définition de l'intérêt social

Le principe de non-immixtion s'impose d'emblée dans le paysage juridique français comme une notion problématique, certains le considérant comme « sacro-saint »⁶⁵, d'autres au contraire estimant que ce principe n'existe pas⁶⁶. L'immixtion en droit des affaires, entendue de manière générale, suppose la réunion de deux éléments⁶⁷ : d'une part l'intervention d'une personne ou d'un organe qui n'est pas dirigeant de droit de l'entreprise, et d'autre part une participation à la gestion effective de l'entreprise ou une appréciation de l'opportunité de la gestion. Le principe de non-immixtion, sans parler des autres branches du droit, trouve de nombreuses applications en droit des affaires : non-immixtion du banquier, de l'administration fiscale, du commissaire aux comptes, ou encore du commanditaire. Pour ce qui est du principe de non-immixtion du juge dans la gestion de la société, les auteurs lui trouvent plusieurs fondements⁶⁸, dont notamment la liberté d'entreprendre qui veut que l'acteur économique jouisse d'une liberté de gestion qui est la contrepartie des risques qu'il assume, liberté bornée uniquement par la nécessité de respecter l'ordre public et de respecter l'intérêt social. Ce dernier point, celui de l'intérêt social, constitue une notion clé pour la

⁶⁴ On notera sur ce point l'affirmation de la Cour Suprême du Delaware dans *Unocal* : « *Our corporate law is not static. It must grow and develop in response to, indeed in anticipation of, evolving concepts and needs* ».

⁶⁵ Claude Bailly-Masson, dans « l'intérêt social, une notion fondamentale », LPA 9 novembre 2000

⁶⁶ M. C. Desdevises, « L'immixtion dans la gestion d'une société », *Eco. et compta.*, décembre 1980, considérant même qu'on pourrait dégager un « principe de régularité des immixtions dans la gestion d'une société »

⁶⁷ « Le principe de non-immixtion en droit des affaires », par Christophe Gerschel, LPA 30 août 1995

⁶⁸ « L'immixtion dans le droit des sociétés », thèse de Maria Papantoni, 1995

compréhension du principe de non-immixtion⁶⁹. Celui-ci implique en effet que le juge ne peut imposer son choix entre plusieurs alternatives économiques dès lors qu'aucune ne heurte l'intérêt social. En revanche, si une alternative heurte cet intérêt, le juge ne peut se voir opposer le principe de non-immixtion puisque l'acte en cause ne relève pas de la zone d'opportunité laissée aux dirigeants, mais d'un domaine où ils sont sans pouvoir.

Si l'on part de cette définition du principe de non-immixtion, on voit que deux attitudes sont possibles pour les tribunaux français dans leur tâche d'élaborer une jurisprudence complète sur les bons d'offre. La jurisprudence pourrait d'abord clarifier la définition de l'intérêt social, ce qui permettrait de déterminer plus précisément quelles décisions doivent être protégées par le principe de non-immixtion (i). Cependant, si la jurisprudence ne parvient pas à donner une définition stricte de l'intérêt social dans le contexte des bons d'offre, il sera nécessaire d'écarter le principe de non-immixtion (ii), tout comme la *business judgment rule* a été écartée par les tribunaux aux Etats-Unis, et de décider au cas par cas quelles décisions doivent engager la responsabilité des dirigeants.

i) La clarification de la notion d'intérêt social dans le contexte des bons d'offre

Le premier moyen pour les tribunaux français d'élaborer une jurisprudence cohérente sur les bons d'offre serait d'évaluer les décisions des dirigeants à l'aune d'un intérêt social clairement défini. La jurisprudence française admet en effet que la faute de gestion visée à l'article L 225-251 recouvre les actes contraires à l'intérêt de la société⁷⁰. Aux Etats-Unis cette démarche centrée sur l'intérêt social a été utilisée par les tribunaux du Delaware notamment dans les arrêts fondateurs Unocal et Revlon. Dans le premier arrêt, le juge Moore a indiqué que "finalement, le pouvoir d'agir du Conseil d'administration vient de son devoir fondamental de protéger les intérêts de la société". Comme on l'a vu, la Cour a indiqué les raisons que peuvent invoquer les dirigeants pour mettre valablement en place une défense. Parmi celles-ci, on trouvait bien sûr l'intérêt des actionnaires, mais aussi l'impact sur les « parties prenantes » autres que les actionnaires (créanciers, clients, employés et peut-être même la communauté en général). Dans l'arrêt Revlon, la Cour du Delaware a au contraire considéré que, quand les administrateurs participent eux-mêmes à la mise en vente de la société, il n'est plus possible d'invoquer la préservation du « *bastion social* » (et des divers

⁶⁹ Rev. Sociétés, avril-juin 1998

⁷⁰ Cass. Com. 7 octobre 1997, Bull. Joly déc. 1997, p. 1074.

intérêts qui y sont attachés) pour défendre la société contre un initiateur au profit d'un chevalier blanc. Seule compte alors la maximisation de la valeur pour les actionnaires.

En France, on trouve également cette dichotomie entre l'intérêt strict des actionnaires, et un intérêt social plus largement défini. Cette notion d'intérêt social, que la loi ne définit pas⁷¹, fait l'objet d'importantes controverses doctrinales. Certains veulent assimiler l'intérêt social et l'intérêt des actionnaires. Cette thèse, qui a le mérite de rappeler avec force la place particulière que doivent occuper les actionnaires dans l'édifice social, s'appuyait traditionnellement sur la conception contractuelle de la société. Mais elle a subi les effets du temps, notamment avec le développement, d'un côté, des sociétés unipersonnelles, qui ne doivent rien au contrat, et de l'autre, des grandes sociétés cotées, où l'idée de contrat apparaît pour le moins diffuse. On ajoutera qu'il semble en outre paradoxal de donner la personnalité juridique aux sociétés et de leur retirer dans le même temps ce qui en constitue un des aspects les plus importants – qu'est-ce qu'une personne dépourvue d'intérêts propres ?

Une seconde conception de l'intérêt social, à l'opposé de la théorie ci-dessus, pose par conséquent que l'intérêt social doit s'entendre de celui de la société, c'est-à-dire de « *l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients mais qui correspond à leur intérêt commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise* »⁷². On retrouve dans cette définition les deux traits classiques de cette théorie, à savoir l'autonomie de la notion d'intérêt social, qui est irréductible à celle des parties prenantes, et la perspective téléologique dans laquelle elle s'insère, puisque la société se voit assigner les objectifs de « *prospérité* » et de « *continuité* ».

On a donc en droit français une conception large, et une conception étroite de l'intérêt social, que l'on pourrait comparer, même si la superposition n'est pas parfaite, à la conception large (Unocal) et étroite (Revlon) du droit américain. La France dispose par conséquent des outils théoriques lui permettant d'exercer un contrôle efficace de l'action des dirigeants. Encore faut-il que le juge français utilise ces outils théoriques, et accepte, comme dans l'arrêt Revlon,

⁷¹ La principale référence légale à « *l'intérêt de la société* » (qui n'est pas défini) se trouve dans le texte d'incrimination de l'abus de biens sociaux (article L. 242-6 du code de commerce).

⁷² Rapport CNPF-AFEP, éd. ETP, Paris, Juillet 1995. Soulignement ajouté.

de ne se focaliser dans certaines circonstances que sur l'intérêt des actionnaires, sur la « maximisation de la valeur actionnariale ».

Pour ce qui est d'abord de la vision large de l'intérêt social, il n'est pas douteux que le juge français l'adoptera en période d'offre publique, suivant en cela l'exemple américain de l'arrêt Unocal. La loi elle-même va dans le sens d'une définition large des intérêts à protéger en période d'offre, en indiquant que l'avis du conseil d'administration sur cette offre doit invoquer "l'intérêt de l'offre ou les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés". J. J. Daigre note à ce sujet que "L'intérêt social, stricto sensu, n'est donc pas le seul à devoir être pris en compte. Il en résulte une marge de manoeuvre considérable pour les conseils dont la responsabilité, dans ce domaine, n'a, de ce fait, jamais été mise en cause judiciairement" (Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée- Jean-Jacques Daigre).

Il est donc certain que la jurisprudence française n'hésitera pas à consacrer la vision large de l'intérêt social en période d'offre publique. Ce qui semble plus douteux, en revanche, est le point de savoir si la jurisprudence française adoptera dans certaines circonstances la vision étroite des intérêts à protéger que l'on trouve dans l'arrêt Revlon. Cette vision étroite paraîtra sans doute trop radicale au juge français. C'est ce qu'indique J. J. Daigre, qui adopte une vision large de l'intérêt social : « La solution américaine imposant, en cas d'offre conduisant à un changement de contrôle, aux dirigeants de rechercher "the highest reasonable value", a le mérite de la clarté, mais ne saurait sans réserve être transposée en France, dans la mesure où l'application des principes généraux de droit des sociétés ne saurait être suspendue en période d'offre et en particulier celui du respect de l'intérêt social »⁷³.

Devant ces difficultés pour la jurisprudence française à adopter une définition stricte de l'intérêt social, il sera peut-être nécessaire d'écarter le principe de non-immixtion dans les affaires sociales si l'on veut aboutir à réguler le comportement des dirigeants par la voie de la responsabilité.

ii) La mise à l'écart du principe de non-immixtion

⁷³ J.J. Daigre, « Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée », *option finance n°798*, septembre 2004

Si la jurisprudence ne parvient pas à donner une définition claire de l'intérêt social, ou persiste à donner une définition très large, il sera nécessaire pour les tribunaux français d'écarter le principe de non-immixtion. L'intérêt social, largement défini, serait en effet un instrument trop vague pour distinguer les cas où la responsabilité des dirigeants doit être engagée des cas où les dirigeants doivent être exonérés de toute responsabilité.

Aux Etats-Unis, on a vu que le juge n'avait pas hésité à mettre de côté la règle protectrice du « business judgment » (voir la définition de la business judgment rule ci-dessus, II. A. 1. a. ii.), pour se livrer à un contrôle étroit de la décision des dirigeants de mettre en place une poison pill. Transposer tel quel le critère en deux temps de l'arrêt Unocal en droit français paraît inadapté dans la mesure où l'accent qui y est mis sur la dangerosité de l'offre révèle un système dans lequel le mécanisme des offres d'achat était peu encadré, ce qui n'est pas le cas de la France. Reste qu'on peut faire un parallèle entre la mise à l'écart partielle de la « business judgment rule » aux Etats-Unis, et l'entorse au principe de non-immixtion du juge dans les affaires sociales qui s'avérera peut être nécessaire en France. Faire un tel parallèle entre ces deux notions n'est pas une tâche facile, en partie car à la richesse de la littérature sur la « business judgment rule » aux Etats-Unis fait écho un certain silence en France au sujet du principe de non-immixtion⁷⁴. Ainsi, si l'on considère la « business judgment rule » comme une simple règle de preuve, elle ne trouve assurément pas son équivalent en France dans le principe de non-immixtion, tant il est vrai que le droit commun de la preuve suffit déjà à en faire peser la charge sur les demandeurs. Mais si l'on considère la « business judgment rule » comme l'expression de la réticence du juge à porter une appréciation sur l'opportunité de la gestion, on doit certainement pouvoir en trouver des équivalents dans le principe de non-immixtion français. Et, comme aux Etats-Unis, le juge français devrait logiquement contourner ce principe de non-immixtion pour se livrer à un contrôle plus étroit de la décision de mise en place des bons.

Une fois ce principe de non-immixtion écarté, le juge ne pourra plus se référer à l'intérêt social pour apprécier le comportement des dirigeants, dans la mesure où la mise à l'écart du principe de non-immixtion visait précisément à permettre au juge d'apprécier l'opportunité de décisions ne heurtant pas l'intérêt social. Quel sera alors l'outil permettant de guider le juge dans son appréciation de la responsabilité des dirigeants ? Il faut simplement revenir au texte

⁷⁴ Voir cependant « L'immixtion dans le droit des sociétés », thèse de Maria Papantoni, ainsi que la thèse de M. Azencot de 1979 « L'intervention du juge dans la gestion des sociétés commerciales »

de référence sur la responsabilité des dirigeants en France, l'article L 225-251. Cet article ne fait aucune référence expresse à l'intérêt social et dispose simplement que « Les administrateurs et le directeur général sont responsables ... des fautes commises dans leur gestion ». A la lecture de ce texte, on voit que l'action des administrateurs doit simplement faire l'objet d'une analyse au cas par cas, en fonction de ce qu'aurait fait un dirigeant diligent et avisé. En principe ce critère de la conduite d'un dirigeant diligent et avisé devrait recouper le critère de l'intérêt social, mais cette superposition des critères n'est plus possible si l'intérêt social est défini trop largement.

Selon cette analyse au cas par cas, dans quels cas concrets la responsabilité des dirigeants doit-elle être engagée dans le contexte de la mise en place des bons ? On peut revenir ici aux solutions américaines, qui créent un bon équilibre concernant tant la non-émission des bons que leur émission.

b. Les solutions concrètes envisageables en droit français

Si l'on arrive à une définition précise de l'intérêt social à protéger dans la mise en place de défenses anti-OPA, ou si devant la difficulté d'une telle définition on choisit plutôt d'écarter le principe de non-immixtion, il sera en tous les cas utile de s'inspirer de l'expérience américaine pour décider dans quelles circonstances la responsabilité des dirigeants doit être retenue. Sans prétendre à l'exhaustivité, on peut ici faire la liste de plusieurs questions susceptibles de se présenter devant les tribunaux français.

i) La responsabilité des dirigeants en cas de non-émission des bons

Les dirigeants pourraient-ils être dans certains cas responsables parce qu'ils ne mettent pas en place les bons, sans pour autant enfreindre les termes de la délégation de compétence ? Il est certain qu'il n'existe pas en France, au contraire du Royaume-Uni par exemple, de règle de passivité de la direction. La France suit en cela l'exemple américain parfaitement exprimé par le juge Moore dans l'arrêt Unocal : "On a suggéré que l'attitude d'un Conseil d'administration face à une menace d'acquisition devrait être passive. Cependant ceci n'est en aucun cas le droit du Delaware, et comme les partisans de cette règle de passivité le concèdent volontiers, elle n'a été adoptée ni par les tribunaux ni par le législateur de cet Etat." Mais l'absence de devoir de passivité n'est pas forcément synonyme d'un devoir de mise en place des bons d'offre.

Peut-on alors aller plus loin et considérer que la responsabilité des dirigeants peut dans certains cas être engagée s'ils ne mettent pas en place les bons ? La jurisprudence admet de manière générale que la faute de gestion visée à l'article L 225-251 peut recouper une inaction des administrateurs⁷⁵. Pour ce qui est du contentieux spécifique des poison pills et des bons d'offre, aucun litige n'a, à notre connaissance, porté sur cette question aux Etats-Unis. Mais pour ce qui est de la France, selon A. Viandier, « on peut se demander si les dirigeants de la cible n'ont pas un devoir de résistance à l'encontre des offres non sollicitées, ne serait-ce que pour tenter de provoquer une amélioration des conditions financières de l'offre, la « maximalisation de la valeur actionnariale » (H. Peter, actionnaires et OPA, cedidac, volume 43, Lausanne 2001) et un renforcement des divers engagements pris par l'offrant, par exemple en matière sociale. Ni la jurisprudence ni la réglementation n'ont affirmé en France un tel devoir mais il paraît compris dans le nécessaire respect de l'intérêt social du droit des sociétés »⁷⁶. Christophe Clerc va dans le même sens : « compte tenu des divers avantages des bons d'offre, ne devrait-on pas considérer qu'il est de la responsabilité des dirigeants d'une société cotée et non contrôlée de proposer systématiquement au vote des actionnaires d'adopter un mécanisme permettant de protéger la valeur de leur investissement ? »⁷⁷.

ii) La responsabilité des dirigeants en cas de mise en place des bons

Lorsque les dirigeants décident de mettre en place les bons en l'absence d'une délégation de compétence ou en contradiction avec les termes d'une telle délégation, leur responsabilité peut évidemment être engagée, et leur décision pourra probablement faire l'objet en outre d'une annulation.

Mais lorsque les dirigeants mettent en place des bons d'offre en respectant les termes d'une délégation de compétence, le juge devra au cas par cas s'interroger sur la conformité d'une telle décision à l'intérêt social, ou à sa conformité avec le comportement d'un dirigeant diligent et avisé.

⁷⁵ Cass. Com. 25 mars 1997, RJDA juillet 1997, n° 966 : l'omission de déclarer l'état de cessation des paiements constitue une faute de gestion pouvant entraîner une action en paiement pour insuffisance d'actif.

⁷⁶ A. Viandier, « OPA-OPE », éditions Francis Lefebvre 2006

⁷⁷ C. Clerc, « Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA », *Revue trimestrielle de droit financier* n°1, juin 2006

Pour ce qui est du préjudice individuel des actionnaires, si un retrait de l'offre est admis par l'AMF sur le fondement de l'article 232-11 du règlement général, et si un offrant ayant fait une offre supérieure au cours de bourse se retire suite à une mise en place des bons en période d'offre, « on peut imaginer une action en responsabilité tendant à réparer le préjudice né du retrait de l'offrant (A. Frechette-Kebrat « OPA : les BSA, nouvelle mesure de défense », *Les échos*, 31 mars 2006) : les actionnaires se prévaudraient de la perte de chance d'avoir pu être rachetés à un cours supérieur à celui du marché : le résultat paraît incertain ».

L'essentiel du contentieux sera donc constitué par des actions sociales ut singuli, comme c'est d'ailleurs le cas aux Etats-Unis. La perte de valeur des titres, suite à des conditions de souscription trop préférentielles, pourrait ainsi être une source possible de responsabilité par le biais d'une telle action ut singuli. La jurisprudence a en effet clairement décidé que la perte de valeur des titres provoquée par une faute de gestion des dirigeants ne constitue pas un préjudice personnel de l'actionnaire, mais n'est que le corollaire du préjudice subi par la société⁷⁸.

Dans les autres cas d'action ut singuli, il reviendra aux tribunaux de distinguer entre les motivations des dirigeants dans la mise en place d'une défense. Ronald Gilson liste ainsi les motivations possibles pour mettre en place une défense⁷⁹. D'abord, les dirigeants peuvent agir dans leur intérêt personnel. Ensuite, les dirigeants peuvent agir comme mandataires des actionnaires, dans le but de négocier un meilleur prix. Enfin, les dirigeants peuvent utiliser une défense car ils estiment que vendre immédiatement est moins avantageux pour les actionnaires que d'attendre. « Toute la question est de savoir comment faire en sorte que le premier cas ne soit jamais autorisé, que le second le soit toujours, et que le troisième fasse l'objet d'une évaluation précise pour distinguer le bon grain de l'ivraie ».

Pour ce qui est de la distinction entre les deux premières hypothèses, les tribunaux devront rechercher précisément si les motivations avancées par les dirigeants lors de la mise en place des défenses sont fondées (en l'absence de motivation spécifique concernant les bons d'offre, ce sera l'avis motivé prévu par la loi qui devra être examiné). En tout état de cause, des

⁷⁸ Cass. com. 1^{er} avril 1997, Bull. Joly 1997, p. 650, note J.-F. Barbieri ; Cass. com. 26 janvier 1970, D. 1970, p. 643, note J. Guyénot.

⁷⁹ Ronald Gilson, « The poison pill in Japan : the missing infrastructure », *Columbia business law review* 2004

motivations insuffisantes ou vagues devraient permettre d'engager la responsabilité des dirigeants, par un renversement de la charge de la preuve proche de celui opéré dans l'arrêt Unocal. Les dirigeants pourraient ainsi invoquer l'insuffisance du prix proposé aux actionnaires. La Cour Suprême du Delaware a estimé dans l'arrêt Unocal qu'une offre d'achat à un prix inadéquat pouvait constituer en soi une menace suffisante pour permettre aux dirigeants de la cible de mettre en place des défenses. La question que devront alors préciser les tribunaux "consiste désormais à savoir ce que le terme inadéquat signifie, et à se demander comment et jusqu'à quel point un conseil doit prouver qu'une offre est inadéquate" (Labroue⁸⁰). Toujours pour ce qui est de la distinction entre les deux premières hypothèses, les dirigeants pourraient mettre en place des défenses en invoquant comme argument l'identité de l'initiateur, comme dans les arrêts Cheff et Unocal. Les tribunaux devront alors se demander si cette identité fait peser une menace importante sur la société cible.

Pour ce qui est de la troisième hypothèse envisagée par Ronald Gilson, celle d'une défense mise en place par des dirigeants pensant de bonne foi que le cours à long terme sera plus intéressant pour les actionnaires que la valeur proposée dans l'offre publique, cette hypothèse pose la question de la « just say no defense » qui a beaucoup agité la doctrine américaine. Selon M. Labroue, la défense "Just Say No" consiste en "un refus du Conseil d'administration de répondre favorablement à une offre d'achat de la totalité des actions à un prix raisonnable, pour une période indéterminée, et sans donner aux actionnaires une autre alternative, c'est-à-dire en l'absence d'un plan préexistant ou d'un projet de transaction". L'arrêt Time-Warner examiné ci-dessus donne un exemple de situation proche de la défense "Just Say No", même si en l'espèce il existait une alternative, un plan préexistant. Le Conseil d'administration de la société cible a été dans cet arrêt autorisé à rejeter la proposition concernant l'achat de la totalité des actions à un prix raisonnable, la cour considérant que les "administrateurs ne sont pas obligés d'abandonner délibérément un projet de groupement déjà connu pour un profit à court terme des actionnaires à moins qu'il y ait une raison évidente de ne pas soutenir la stratégie de l'entreprise". Cependant, et malgré cet arrêt, Ronald Gilson note que les tribunaux du Delaware « n'ont toujours pas dit clairement si des dirigeants peuvent bloquer l'offre car ils estiment que la « valeur fondamentale » de la société est supérieure à celle proposée ou car ils estiment que ce n'est pas un bon moment pour vendre la société ». Une telle possibilité doit à notre avis rester exceptionnelle, tant il serait dangereux de permettre aux dirigeants

⁸⁰ J.P. Labroue, « Le droit du Delaware impose-t-il aux administrateurs d'une société cible le devoir d'examiner toute offre hostile d'achat ? », *RDAI* n°7, 1995

d'invoquer une valeur à long terme très hypothétique, et la jurisprudence Time-Warner ne devrait ainsi pas systématiquement permettre aux dirigeants français de s'exonérer de leur responsabilité.

B. Le contentieux de la nullité

Comme on vient de le voir, la jurisprudence américaine permet d'éclairer considérablement le droit français de la responsabilité. Si ce droit de la responsabilité évolue dans le sens d'une clarification de la notion d'intérêt social ou d'une mise à l'écart du principe de non-immixtion, il devrait constituer un instrument efficace de régulation du comportement des dirigeants. Cependant ce que veulent souvent les actionnaires ou l'initiateur n'est pas seulement engager la responsabilité des dirigeants, mais obtenir la nullité des bons d'offre. Cette nullité pourra être une nullité expressément prévue par le Code de commerce, et dans ce cas le droit français se suffit à lui-même (1), ou pourra être trouvée sur des fondements plus généraux et alors le droit comparé pourrait venir dans certains cas éclairer le droit français (2).

1. La nullité expresse⁸¹

On peut d'abord s'interroger sur le fondement d'une telle nullité (a), avant d'examiner la nullité facultative pour violation des dispositions de l'article L 233-32 (b), puis enfin de se demander quelle est la nature de la nullité pour violation des règles de quorum et de majorité (c).

a. Le fondement de la nullité

Le contentieux de la nullité pourra se fonder sur la disposition générale régissant les nullités du droit des sociétés, l'article L 235-1, qui opère une importante distinction entre les actes modifiant les statuts (alinéa premier), qui ne peuvent être annulés que sur le fondement d'une disposition expresse du livre II du Code de commerce ou des lois qui régissent les contrats, et les actes ou délibérations qui ne modifient pas les statuts (alinéa second), qui peuvent être annulés en cas de violation d'une disposition impérative du livre II ou des lois qui régissent les contrats. Sur ce fondement, la doctrine enseigne traditionnellement que les décisions prises par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires relèvent du premier alinéa, tandis que les décisions du conseil d'administration doivent pour être annulées satisfaire aux conditions du second alinéa⁸².

⁸¹ Cette partie est basée sur un article publié en collaboration avec Christophe Clerc et Louis Oudot de Dainville dans la revue de droit des affaires de l'Université d'Assas en mai 2007

⁸² Michel Germain, Traité de droit commercial volume 2, 18^e édition

Lorsque l'assemblée générale extraordinaire décide d'émettre directement les bons d'offre, cette décision s'inscrit sans nul doute dans le champ de l'alinéa premier de l'article L 235-1. En revanche, qu'en est-il lorsque l'assemblée générale extraordinaire délègue cette compétence à l'organe de gestion ? Y-a-t-il lieu de considérer que le principe traditionnel se trouve renversé, l'assemblée ne modifiant alors pas elle-même les statuts, mais abdiquant cette compétence au profit du conseil d'administration, dont seule la décision relèverait de l'alinéa premier ? En réalité, il semble que dans ce cas tant la décision de l'assemblée générale extraordinaire de déléguer sa compétence, que la décision des organes de gestion agissant sur le fondement de cette délégation, soient modificatives des statuts. Les deux décisions sont en effet trop intimement liées entre elles, trop unies pour être artificiellement dissociées. La modification des statuts, si elle intervient, sera ainsi indivisiblement imputable à la fois à l'assemblée et au conseil d'administration. Il est donc logique que la nullité de chacune des deux décisions ne puisse relever que de l'alinéa premier.

b. La nullité facultative

L'article L 225-149-3 dispose que « *peuvent être annulées les décisions prises en violation de l'article L 233-32* ». Il s'agit donc d'une nullité expresse, facultative pour le juge, et qui vise le principal article concernant les bons d'offre, l'article L 233-32.

Il est intéressant de noter qu'au moment de l'introduction de cette nullité facultative dans le Code de commerce, le législateur ne cherchait pas spécifiquement à ouvrir un cas de nullité concernant les bons d'offre. La disposition prévoyant la nullité des décisions prises en violation de l'article L 233-32 est en effet le résultat d'un « article-balai »⁸³ prévoyant le remplacement dans tout le Code commerce de l'article L 225-129-3 par l'article L 233-32. Cet « article-balai » a été voté en première lecture par le Sénat le 20 octobre 2005, à une époque où l'article L 233-32 ne contenait en substance que ses alinéas I et III actuels, et ne contenait pas encore l'alinéa II sur les bons. Cette dernière disposition a seulement été introduite dans l'article L 233-32 en seconde lecture au Sénat le 21 février 2006, soit près de

⁸³ Article 22 de la loi du 31 mars 2006 : « I. - L'article L 225-129-3 du code de commerce est abrogé. II. - Dans tous les textes législatifs et réglementaires, la référence à l'article L 225-129-3 du code de commerce est remplacée par la référence à l'article L 233-32 du même code ».

quatre mois plus tard. Le Parlement n'ayant pas ensuite modifié cet « article-balai », la nullité est devenue applicable aux bons.

Il en résulte une faculté intéressante de contestation de la mise en place des bons. Cette contestation pourra intervenir en cas de décision « *prise en violation de l'article L 233-32* », expression qui doit s'entendre strictement d'une violation d'une prescription explicite de cet article. Il semble par exemple difficile de rattacher à cette « *violation de l'article L 233-32* » la contestation de l'opportunité de l'émission des bons par le conseil, dans la mesure où cette émission respecterait littéralement l'article L 233-32.

Selon cette acception littérale, dans quels cas concrets la personne lésée pourra-t-elle demander au juge de se prononcer sur la nullité d'une décision ? A la lecture de l'article L 233-32, on voit que le juge pourra annuler une attribution de bons qui ne se ferait pas à titre purement gratuit, ou qui ne bénéficierait pas à toutes les personnes ayant la qualité d'actionnaire mais seulement à certains de ces actionnaires. Les bénéficiaires de l'attribution des bons doivent en outre avoir la qualité d'actionnaire avant l'expiration de la période d'offre. La délégation de compétence par l'assemblée pourra aussi être nulle si elle ne précise pas le maximum de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice de ces bons ainsi que le nombre maximum de bons pouvant être émis. La nullité de la décision concernant les bons pourra encore être encourue si la société cible ne porte pas à la connaissance du public avant la clôture de l'offre son intention d'émettre les bons, ou si les bons ne deviennent pas caducs de plein droit dès que l'offre échoue, devient caduque ou est retirée.

Enfin on peut penser que la nullité facultative pourra aussi être fondée sur la méconnaissance des « *règles de quorum et de majorité de l'article L 225-98* »⁸⁴ au stade de l'assemblée générale, ce qui pose d'importants problèmes de conciliation avec d'autres articles sur la nullité.

c. Nullité facultative ou nullité de plein droit ?

Le nouvel article L 225-149-3, en prévoyant une nullité facultative en cas de violation des dispositions de l'article L 233-32, crée une incertitude. En effet, certaines dispositions de

⁸⁴ L'article L 233-32 du code de commerce dispose en effet que l'assemblée générale extraordinaire statue « dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L 225-98 ».

l'article L 233-32 peuvent en vertu d'autres articles du Code donner lieu à des nullités de plein droit. Il s'agit essentiellement de la violation des règles de quorum et de majorité de l'assemblée qui décide de l'émission des bons ou délègue sa compétence. L'article L 225-121 du Code de commerce dispose en effet que « *les délibérations prises par les assemblées en violation des articles (...) L 225-98 (...) sont nulles* ». Si l'on cumule l'application des articles L 225-149-3 et L 225-121, il en résulte une contradiction puisque selon l'un la nullité est facultative et selon l'autre elle est de plein droit. Or il n'existe pas de hiérarchie des nullités qui permettrait de faire primer l'une sur l'autre.

Une telle difficulté nous invite à nous interroger sur la portée du renvoi à l'article L 225-98. Selon une première hypothèse, il semble que le législateur ait voulu uniquement fixer les règles de quorum et de majorité applicables à l'émission des bons, sans répéter le contenu de l'article L 225-98. Mais dès lors que l'article L 225-98 est cité, peut-on considérer qu'il est implicitement renvoyé au régime de nullité s'attachant spécifiquement à cet article ?

Les travaux parlementaires concernant cette disposition vont plutôt dans le sens de la première hypothèse, en révélant selon A. Couret « des débats terre à terre dominés par le souci de faciliter le vote quoiqu'il en coûte aux grands principes »⁸⁵. T. Breton indique ainsi que « nous devons nous assurer qu'une entreprise qui estime être l'objet d'une OPA hostile pourra utiliser les bons si elle le souhaite, ce qui implique de recourir aux conditions de quorum et de majorité de l'assemblée générale ordinaire ». Un autre parlementaire va dans le même sens : « le passage en assemblée extraordinaire, et plus encore la nécessité d'une majorité des deux tiers, ne pourraient que condamner d'avance le dispositif. Comment, en effet, pourrait-il être appliqué dans des sociétés françaises dont 40 à 45 % de la capitalisation sont détenus par des fonds non-résidents, lesquels sont, par définition, les plus hostiles à l'émission de BSA ? ». A la lecture de ces débats parlementaires, on voit bien que les élus n'ont voulu que rendre plus aisé le vote des bons, et n'ont pas vraiment entendu renvoyer au régime s'attachant à l'article L 225-98. On peut toutefois considérer comme hautement probable que dans la vaste majorité des cas le juge prononcera la nullité en cas de non respect des règles de quorum et de majorité – qui sont des règles fondamentales au regard de la validité des décisions, même s'il n'est pas complètement exclu qu'il veuille parfois profiter de la liberté que lui octroie l'article L 225-149-3 pour éviter la nullité dans l'hypothèse où elle

⁸⁵ A. Couret, « Les bons d'offre », *recueil Dalloz 2006*, page 1372

lui semblerait être une sanction excessive pour des violations qui seraient parfaitement insignifiantes.

2. Les cas de nullité non prévus par des textes

Au-delà des cas expressément prévus par le Code de commerce, on peut se demander quelles causes de nullité pourraient être invoquées par l'initiateur ou les actionnaires. Différents moyens sont à leur disposition, et il est utile d'en faire la liste, même si, comme le notait le Professeur Kanda au sujet de la transposition des poison pills au Japon « l'important n'est pas tant la doctrine particulière qui sera utilisée, mais simplement qu'il y ait une doctrine à disposition pour réguler le mécanisme des poison pills ». Une personne voulant annuler les bons d'offre pourrait ainsi essayer de se référer au droit européen (a), à la théorie du détournement de fonction (b), au droit des obligations (c), à l'abus de majorité (d) ou même plus directement à l'abus de droit (e). Il faut noter cependant que ces différentes actions en annulation semblent fragiles et que leur succès est peu probable.

a. La conformité au droit européen

Le texte de l'article L 233-32 II indique que les bons d'offre sont mis en place par une assemblée générale extraordinaire, statuant dans les conditions d'une assemblée générale ordinaire. Ce type d'assemblée « hybride » existait déjà dans l'article L 225-130 qui indique que l'assemblée générale extraordinaire qui décide d'une augmentation de capital par incorporation de réserves prend sa décision dans les conditions des assemblées générales ordinaires.

Pourrait-on contester une émission des bons en arguant du fait qu'il s'agit d'une augmentation de capital devant être décidée par une assemblée générale extraordinaire ? Probablement pas. L'article 25 de la deuxième directive du 13 décembre 1976 sur les sociétés anonymes dispose certes que toute augmentation de capital doit être décidée par l'assemblée générale, mais ne précise pas la nature de l'assemblée en cause. L'article 40 de la même directive impose une majorité de deux tiers mais seulement pour les décisions de suppression du droit préférentiel de souscription. Or, « s'agissant des bons d'offre, à aucun moment l'assemblée n'a à se prononcer sur la suppression d'un droit préférentiel de souscription dans la mesure où

l'attribution des bons présente elle-même les caractéristiques d'un tel droit » (rapport de la commission des finances du sénat du 22 mars 2006 page 12). Cette première cause de nullité tirée du droit européen s'avère donc inopérante.

b. Le détournement de fonction

L'argument du détournement de fonction a été développé essentiellement par A. Viandier et est tiré de l'idée que les bons de souscription d'action sont des instruments destinés au financement de la société, et non à des fins défensives. Une telle critique avait d'ailleurs déjà été soulevée par le même auteur pour les augmentations de capital défensives de la loi du 2 août 1989, qui réalisaient selon A. Viandier une « curieuse perversion du droit des sociétés » (Viandier, sécurité et transparence du marché financier, *jcp e* 1989, II, 15612, n°135). A. Viandier note aujourd'hui au sujet des nouveaux bons d'offre qu'« il n'est pas faux de parler de détournement d'instrument financier et les dirigeants sociaux seraient bien inspirés de manier les bons avec prudence »⁸⁶.

Le droit américain permet cependant d'écarter l'argument du détournement de fonction. Dans l'arrêt *Moran v. Household International*, la Cour a en effet rejeté l'argument selon lequel la loi limitait l'usage des bons à un but de financement de la société. En droit français, on peut avancer l'idée que les nouveaux bons d'offre bénéficient grâce à l'article L 233-32 II d'un « safe harbour », certes non absolu, mais néanmoins suffisamment important pour couvrir l'argument du « détournement de fonction ». Peut-on en effet encore parler de détournement quand la loi elle-même prévoit des bons dont la seule finalité est de servir de défense anti-OPA ? La cause de nullité tirée du détournement de fonction s'avère par conséquent également inopérante.

c. Le droit des obligations

Le mécanisme des bons en droit français aboutit à un résultat étrange pour l'initiateur, qui ne sait pas exactement, au moment où il fait son offre, ce qu'il s'apprête à acheter. Comme le dit A. Couret, « à chaque instant de la période de l'offre, toutes les prévisions de l'initiateur peuvent être déjouées », et cet initiateur « n'a désormais aucune visibilité sur le nombre de

⁸⁶ A. Viandier, « OPA-OPE », éditions Francis Lefebvre 2006

titres requis pour détenir le contrôle »⁸⁷. Il pourrait par conséquent essayer de contester la mise en place des bons sur le fondement de la théorie générale des obligations et plus particulièrement celui de la rencontre des consentements (thèse de V. Pozzo di Borgo, droit boursier et droit des contrats dans la régulation des OPA, 2004).

Cependant, à l'encontre d'une telle argumentation, on peut noter que les méthodes de défense en cours d'offre, notamment les augmentations de capital différées, étaient déjà admises avant la loi du 31 mars 2006 par une large partie de la doctrine (E. Cafritz et D. Caramalli, « les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF », *mélanges AEDBF*, page 67). La loi du 31 mars 2006 devrait en outre constituer aujourd'hui un « safe harbour » pour la société émettrice. L'argument tiré de la rencontre des consentements paraît donc, lui aussi, fragile.

d. L'abus de majorité

La nullité des bons d'offre pourrait-elle alors être obtenue sur le fondement de l'abus de majorité ? Les conditions de base de l'abus de majorité (un acte contraire à l'intérêt social aboutissant à une rupture d'égalité entre les actionnaires au profit des majoritaires) seront-elles parfois réunies lors de la mise en place des bons d'offre par l'assemblée générale ? Cela semble peu probable dans le cas d'une mise en place des bons en cours d'offre par l'assemblée générale. En effet, comme le note A. Couret, s'il existe une majorité homogène pour mettre en place une défense en cours d'offre, il lui suffira de ne pas apporter à l'offre pour contrecarrer les plans de l'initiateur, et il est inutile pour elle de mettre en place une quelconque défense. Face à ce constat, les hypothèses d'abus de majorité qui subsistent (par exemple, celle de majoritaires refusant la mise en place de bons d'offre face à une OPA à un prix peu élevé mais permettant aux majoritaires de vendre leurs blocs de titres qui sans cela seraient peu liquides) sont trop anecdotiques pour en faire un fondement important de la nullité des bons d'offre.

Précisons enfin que l'abus de minorité ne trouve pas à s'appliquer dans notre hypothèse, puisqu'il suppose l'exercice abusif d'une minorité de blocage dans une assemblée générale statuant à une majorité qualifiée, or l'émission des bons défensifs ou la délégation de compétence pour leur émission est justement décidée par une assemblée générale

⁸⁷ A. Couret, « Les bons d'offre », *recueil Dalloz 2006*, page 1372

extraordinaire statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L 225-98 du Code de commerce.

e. L'abus de droit

Si l'on écarte l'abus de majorité on peut essayer, pour obtenir la nullité des bons d'offre, de se référer directement à sa théorie fondatrice, l'abus de droit. Certains auteurs ont ainsi proposé que les tribunaux japonais utilisent la doctrine de l'abus de droit dans la régulation de la poison pill japonaise, car « l'abus de droit est une théorie jurisprudentielle qui restreint l'usage d'une loi qui elle-même ne prévoit pas de limitation » (R. Gilson). Véronique Magnier indique dans son manuel que « la nullité des décisions du conseil d'administration pourra être prononcée contre toute disposition qui viole une disposition impérative de la loi, mais aussi en cas de fraude ou d'abus de droit »⁸⁸.

Plusieurs conceptions doctrinales s'opposent au sujet de l'abus de droit. Pour Ripert notamment, le droit subjectif est par nature un pouvoir égoïste pour lequel l'abus ne peut exister que si le droit est exercé avec l'intention de nuire, et que si cet exercice apparaît inutile pour l'auteur et préjudiciable pour la victime. Pour les autres, et particulièrement pour Josserand, l'abus de droit est « l'acte contraire au but de l'institution, à son esprit et à sa finalité ». L'absence d'unité des solutions jurisprudentielles est soulignée par les auteurs⁸⁹. A partir de ces définitions, pourrait-on obtenir la nullité de bons d'offre mis en place par le conseil d'administration sur le fondement de l'abus de droit ? Les tribunaux, s'ils admettaient une telle théorie pour le contrôle des bons d'offre, feraient œuvre créatrice comme ils l'ont fait aux Etats-Unis. Une telle position ne semble pas impossible, Josserand disant déjà il y a 80 ans que l'abus de droit est « une théorie vivante et mouvante d'une très grande plasticité, un instrument de progrès, un procédé d'adaptation du droit aux besoins sociaux »⁹⁰.

⁸⁸ Véronique Magnier, « Droit des sociétés », *Dalloz* 3^e édition

⁸⁹ Voir notamment : H. Capitant, Sur l'abus des droits, *RTD civ.* 1928, p. 375 : « Pour les uns, ce sera l'intention de nuire pure et simple [...] ; pour d'autres, ce sera la faute plus ou moins grave ; pour d'autres enfin, l'absence de motif légitime ».

⁹⁰ L. Josserand, De l'esprit des droits et de leur relativité, théorie dite de l'abus des droits, 1927, 2^e éd., 1939, p.336.

Bibliographie

Le droit américain et japonais

- Manuel de référence contenant tous les arrêts cités : O'Kelley and Thompson, « Corporations and other business associations », *Aspen publishers*, 4^e édition.
- William B. Chandler, « Hostile M&A and the poison pill in Japan : a judicial perspective », *Columbia business law review*, 2004.
- W. Carney et L. Silverstein, « The illusory protections of the poison pill », *Notre Dame Law Review*, Décembre 2003
- R. Romano, « Less is more », *Yale Journal on regulation*, 2001
- J.P. Labroue, « Le droit du Delaware impose-t-il aux administrateurs d'une société cible le devoir d'examiner toute offre hostile d'achat ? », *RDAl n°7*, 1995
- Mark Klock, « Dead hands-analysis of the benefits of managerial protection and the detriments of judicial interference », *Columbia business law review* 2001.
- American Jurisprudence Database, Westlaw §2236.
- Brian J. McTear, « Has the evolution of the poison pill come to an end ? », *Delaware journal of corporate law*, 1999.
- Jeffrey N. Gordon, « Just say never ? », *Cardozo law review*, septembre-novembre 1997.
- Peter V. Letsou, « Are dead hand poison pills really dead ? », *University of Cincinnati law review*, été 2000.
- Gilbert L. Henry, « Continuing directors provisions », *Boston University law review*, octobre 1999.
- Thomas J. Dougherty, « Takeovers », *ALI-ABA Course of Study*, May 2006.
- Theodore N. Mirvis, « Takeover Law and Practice », *ALI-ABA Course of Study*, décembre 2004.
- Ronald Gilson, « The poison pill in Japan : the missing infrastructure », *Columbia business law review* 2004

Le droit français

Manuels et articles de référence :

- Manuels de référence : Michel Germain, « Traité de droit commercial », *LGDJ* 18^e édition ; Mémento FL sociétés commerciales 2007 ; Véronique Magnier, « Droit des sociétés », *Dalloz* 3^e édition
- A. Viandier, « OPA-OPE », *éditions Francis Lefebvre* 2006
- C. Clerc, « Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA », *Revue trimestrielle de droit financier n°1*, juin 2006
- A. Couret, « Les bons d'offre », *recueil Dalloz 2006*, page 1372
- A. Pietrancosta, « loi du 31 mars 2006 relative aux offre publiques d'acquisition : des « options » françaises », *Lexbase Hebdo*, 20 avril 2006

Investisseurs institutionnels et autorité de marché :

- Agathe Bourel, « Impact des investisseurs institutionnels sur le gouvernement d'entreprise », Mémoire, 2002
- Aurélie Boubel et Fabrice Pansard, « Les investisseurs institutionnels », *éditions La découverte*
- S. Neuville, « droit de la banque et des marchés financiers », PUF 2007
- Ph. Portier, « L'émission par Aventis des « bons plavix » », *Revue de droit bancaire et financier*, août 2004

Responsabilité :

- Claude Bailly-Masson, « L'intérêt social, une notion fondamentale », *Les Petites Affiches*, 9 novembre 2000, n° 224, p.6.
- Dominique Schmidt, « De l'intérêt social », *JCP* 1995, E, Chronique p. 361.
- Dominique Schmidt, « De l'intérêt commun des associés », *JCP* 1994, E, I, 404.
- Dominique Schmidt, « Les conflits d'intérêts dans la société anonyme : prolégomènes », *Bull. Joly*, 1^{er} janvier 2000, n° 1, p. 9
- Jacques Mestre, « Réflexions sur les pouvoirs du juge dans la vie des sociétés », *Revue de Jurisprudence commerciale*, 1985.
- Christophe Gerschel, « Le principe de non-immixtion en droit des affaires », *LPA* 1995 n°104 et 105.
- Maria Papantoni, « L'immixtion dans le droit des sociétés », thèse.

- Sur l'apparition en droit français des obligations fiduciaires des dirigeants : « Le petit air anglais du devoir de loyauté des dirigeants », J. J. Daigre, janvier 2001.
- J.J. Daigre, « Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée », *option finance n°798*, septembre 2004

Abus de droit :

- L. Josserand, « De l'esprit des droits et de leur relativité, théorie dite de l'abus des droits », 1927, 2^e éd., 1939, p.336.
- F. Bied-Charreton, « Le risque d'abus de droit dans la gestion des entreprises », *éditions Delmas*, 1997.