

**UNIVERSITE PANTHEON-ASSAS (PARIS II)**

<p>MEMOIRE D'ADMISSION DESS DE DROIT DES AFFAIRES-DJCE</p>
----------------------------------------------------------------

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

LES CLAUSES DE PREEMPTION  
ET LA DIRECTIVE 2004/25/CE DU 21 AVRIL 2004  
CONCERNANT LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION.  
Contribution à l'étude des restrictions au transfert des titres de sociétés cotées.

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.

## LISTE DES PRINCIPALES ABREVIATIONS

AMF.....	Autorité des marchés financiers.
Art.....	Article.
Bull. Civ.....	Bulletin civil des arrêts de la Cour de cassation.
Bull. Joly.....	Bulletin mensuel d'information des sociétés.
Civ.....	Chambre civile de la Cour de cassation
C.Com.....	Code de commerce.
Com.....	Chambre commerciale et financière de la Cour de cassation.
Comp.....	Comparez.
Chr.....	Chronique.
COB.....	Commission des opérations de bourse.
Cons. Const.....	Conseil constitutionnel.
CBV.....	Conseil des Bourses de valeurs.
CMF.....	Conseil des marchés financiers.
CJCE.....	Cour de Justice des Communautés Européennes.
D.....	Recueil Dalloz.
Déc.....	Décision.
Ed.....	Edition(s).
EFL.....	Editions Francis Lefebvre.
ex.....	exemple
GP.....	Gazette du Palais.
LGDJ.....	Librairie générale de droit et de jurisprudence.
JCP E.....	Semaine juridique, édition entreprise.
JCP CI.....	Semaine juridique, édition commerce et industrie.
JO.....	Journal officiel
JOCE.....	Journal officiel des Communautés Européennes.
JOUE.....	Journal officiel de l'Union Européenne (à compter de l'entrée en vigueur du Traité de Nice).
LPA.....	Les Petites affiches.
n°.....	numéro(s).
obs.....	observations.
OPA.....	Offre(s) publique(s) d'acquisition.
p.....	pages.
préc.....	précité.
pt.....	point.
Rép. Com. Dalloz.....	Encyclopédie juridique Dalloz, Répertoire de droit commercial.
R.....	Recueil des arrêts de la Cour de Justice des Communautés Européennes.
Req.....	Chambre des requêtes de la Cour de cassation.
Rev. crit. dr. int. privé....	Revue critique de droit international privé.
RJC.....	Revue de jurisprudence commerciale.
RDC.....	Revue des contrats.
Rev. soc.....	Revue des sociétés.
RTD Civ.....	Revue trimestrielle de droit civil.
RTD Com.....	Revue trimestrielle de droit commercial.
Spé.....	spécialement.
s.....	suiwant(e)s
RMCUE.....	Revue du marché commun et de l'Union Européenne.
T. com.....	Tribunal de commerce.
V°.....	Verbo.
Voy.....	Voyez.

## SOMMAIRE<sup>1</sup>

### CHAPITRE I : LE CHAMP D'APPLICATION DE LA NEUTRALISATION.

Section I : Les clauses visées par la neutralisation.

Section II : Les clauses exclues de la neutralisation.

### CHAPITRE II : LA MISE EN ŒUVRE DE LA NEUTRALISATION.

Section I : L'application de la neutralisation.

Section II : La contrepartie de la neutralisation.

---

<sup>1</sup> Une table des matières détaillée figure en page 80.

## INTRODUCTION

**1. Pour une économie compétitive.** Le 21 avril 2004, a été définitivement adoptée une directive européenne ayant pour objectif d'établir des principes généraux en matière d'offres publiques d'acquisition<sup>2</sup>. Faire de l'Europe l'économie la plus compétitive d'ici à 2010, tel était l'objectif ambitieux que l'Union européenne assignait à ce texte<sup>3</sup>. Bien qu'en définitive la directive s'avère assez décevante<sup>4</sup>, cet objectif témoigne, à lui seul, de l'importance des enjeux économiques que cristallisent les offres publiques d'acquisition.

**2. De la nécessité d'harmoniser le droit des offres publiques. Mécanisme et enjeux.** Ainsi, les offres publiques d'acquisition peuvent être définies comme des « procédures qui permettent ou parfois contraignent une personne, ou plusieurs agissant de concert, à offrir publiquement aux détenteurs de titres négociés sur un marché réglementé, de les acquérir à un certain prix (offre publique d'achat) ou de les échanger contre d'autres titres (offres publiques d'échange) »<sup>5</sup>.

Mais la directive commentée en retient une définition axée sur l'objectif de l'offrant, considérant qu'il s'agit d' « une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national »<sup>6</sup>.

Faciliter l'acquisition ou le renforcement du contrôle sur la société visée par l'offre publique (également appelée société cible) paraît donc au cœur des préoccupations de la directive. Il est vrai que l'enjeu est de taille, dans un contexte de mondialisation de l'économie qui incite les sociétés à se développer et à se renforcer en multipliant les prises de contrôle<sup>7</sup>. Cette question des acquisitions de sociétés et des restructurations d'entreprises est

---

<sup>2</sup> Directive 2004/25/CE du Parlement et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition, JOUE, L 142, 30 avr. 2004, p. 12, ci après dénommée directive 2004/25. Voy. Annexe 2.

<sup>3</sup> F. BOLKESTEIN, Déclaration faite à Bruxelles, le 2 octobre 2002, ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)), rubrique Pre-lex IP/02/1402).

<sup>4</sup> D. MUFFAT-JEANDET, *OPA : L'adoption d'une directive européenne*, RMCUE 2004, n°480, p. 455 et s. L'auteur, note à propos du sentiment de la Commission européenne : « Malheureusement, force est de constater aujourd'hui que les résultats [c'est-à-dire la directive 2004/25] sont loin de ses espérances ».

<sup>5</sup> F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004, n°1160, p. 425. Voy. aussi l'article 231-1 du Règlement Général de l'AMF qui insiste pour sa part sur l'identité des destinataires de l'offre, qui sont des « détenteurs d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé ».

<sup>6</sup> Article 2 de la directive 2004/25.

<sup>7</sup> V. de BEAUFORT, *Les OPA en Europe*, Economica, 2001, p.7.

bien entendu plus sensible encore au sein de l'Union européenne. En effet, moyen efficace pour répondre à la demande européenne suscitée par l'avènement du marché unique, les offres publiques intra communautaires permettent aussi de conférer aux entreprises européennes une envergure internationale. Afin de faciliter l'émergence de telles structures et d'assurer, selon l'expression consacrée, un *level playing field* minimal (égalité des conditions de jeu), il était nécessaire de rapprocher les législations des Etats membres<sup>8</sup>. Ainsi, on permettrait que les sociétés de chaque pays aient la même probabilité d'initier une OPA, que d'en être la cible.

Cependant, la voie du législateur européen était étroite, dans la mesure où l'indispensable promotion de l'intérêt économique devait être conciliée avec la nécessaire protection des sociétés cibles d'une offre publique. L'harmonisation opérée par la directive se devait donc de porter également sur les techniques de défense anti-OPA.

**3. De la nécessaire harmonisation des dispositions concernant les défenses anti-OPA.** En effet, il existe des offres dites « hostiles », parce qu'elles n'ont pas l'assentiment de la société cible, ou à tout le moins de sa direction. Dès lors, la société visée peut chercher à se défendre. On comprend alors que, selon l'esprit de la réglementation plus ou moins favorable aux défenses anti-OPA, une société sera plus ou moins difficilement « opérable », c'est-à-dire susceptible d'être contrôlée par ce biais. Or, parmi les techniques de défense, figurent des défenses dites préventives, au nombre desquelles les clauses de préemption, qui, par leur fonctionnement même, constituent un mécanisme assez souple de défense.

La logique de ces clauses, qui engendrent, comme les clauses d'agrément ou d'inaliénabilité, des restrictions au transfert de titres, est connue : statutaires<sup>9</sup> ou le plus souvent extra-statutaires<sup>10</sup>, elles « stipulent qu'un actionnaire désireux de céder ses titres doit en informer (...) [les bénéficiaires de la clause qui] disposent d'une priorité pour acquérir les actions aux conditions offertes<sup>11</sup> ». Dans cette hypothèse, le promettant donne par avance son consentement à la cession si le bénéficiaire manifeste son intention de bénéficier de la priorité

---

<sup>8</sup> Voy. Considérant n°3 de la directive 2004/25. *Adde*, L. FAUGEROLAS et C. MALRIEU, *La treizième directive européenne sur les offres publiques d'acquisition*, *Joly Bourse* 2000, n°5, p. 431. Les auteurs notent par ailleurs que le développement de restructurations intra-communautaires, du type de celle qui a concerné LVMH et Gucci, ont souligné la nécessité d'harmoniser les réglementations. Sur la diversité des législations, *adde* M. LUBY, *De la difficulté à dénouer le fil d'Ariane*, *Droit des sociétés*, nov. 2004, Etude 16, p. 9 et s.

<sup>9</sup> Validité consacrée par Paris, 14 mars 1990 («La Cinq»), *JCP E* 1991, I, 49, note M. JEANTIN.

<sup>10</sup> Validité consacrée implicitement (par ex. : Com. 15 févr. 1994, *Bull. Joly* 1994, p. 508, note D. VELARDOCCIO) ou explicitement (par ex. : Angers, 20 sept. 1988, *Revue de droit bancaire et de la bourse* 1989, p. 68, obs. M. JEANTIN et A. VIANDIER), sous réserve de leur compatibilité à l'ordre public, aux stipulations impératives des statuts et à l'intérêt social (Com. 7 janvier 2004, *Bull. Joly* 2004, p. 544, note P. LE CANNU). Ces clauses extra-statutaires appartiennent à la catégorie plus large des pactes d'actionnaires.

<sup>11</sup> G. RIPERT ET R. ROBLOT, *Traité de droit commercial*, Tome 1, Volume 2, par M. GERMAIN, LGDJ, 18<sup>ème</sup> éd, 2001, n°1622, p. 395. C'est ce type de clause auquel il sera fait référence dans la suite de l'étude, malgré les nombreuses variantes auxquelles la liberté contractuelle peut donner lieu.

octroyée<sup>12</sup> aux mêmes conditions que celles de la vente au tiers envisagé. L'intérêt de ces clauses apparaît alors immédiatement. Ainsi que le note M. le Professeur GERMAIN, ces conventions sont souvent conclues entre des actionnaires majoritaires « qui s'efforcent d'assurer la stabilité de l'actionariat et de la direction, et y trouvent une protection contre les agressions »<sup>13</sup>. Elles peuvent également être conclues entre des majoritaires et des minoritaires au bénéfice des premiers, afin d'éviter précisément que les minoritaires n'apportent leurs titres à une offre inamicale<sup>14</sup>. Le droit de préemption conféré peut-être unilatéral, mais s'avère en pratique souvent réciproque<sup>15</sup>, ce qui en renforce leur intérêt en cas d'offres publiques agressives dont elles peuvent gêner l'aboutissement.

Une harmonisation des règles de fonctionnement<sup>16</sup> de ces clauses en période d'offre publique paraissait donc inévitable. Pourtant, l'étude des travaux préparatoires montre qu'au regard de l'histoire de la directive, les restrictions au transfert de titres n'ont été que tardivement prises en compte.

**4. Historique<sup>17</sup>.** C'est un euphémisme de dire que la directive a connu une « gestation difficile »<sup>18</sup> quinze années ayant séparé la proposition initiale<sup>19</sup> de la parution du texte définitif au Journal Officiel le 30 avril 2004.<sup>20</sup>

---

<sup>12</sup> Voy. cependant C. SAINT-ALARY-HOUIN, *Le droit de préemption*, thèse, Paris, LGDJ 1979, n°243 pour qui il conviendrait en réalité de parler de clause de préférence, celle-ci conférant un droit précontractuel insusceptible d'opérer un transfert forcé de propriété. *Adde* pour la distinction F.-D. POITRINAL, *La révolution contractuelle du droit des sociétés (Dynamique et paradoxes)*, Revue Banque Edition 2003, n°154 et s., p. 97 et s. Voy. également D. CARREAU et J.-Y. MARTIN, *Les moyens de défense anti-OPA en France*, Revue Banque 1990, n°509, p. 896 et s., spé. p. 904 : les auteurs distinguent selon la nature du bénéficiaire, un actionnaire existant pour le droit de préemption, un tiers ou un actionnaire existant pour le pacte de préférence. Pour plus de commodité, on emploiera indifféremment préemption et préférence.

<sup>13</sup> G. RIPERT ET R. ROBLOT, *op. cit.* note 11, n°1623, p. 397.

<sup>14</sup> Ces clauses ne sont toutefois pas en principe analysées par la jurisprudence comme constitutives d'une action de concert dès lors qu'elles préservent l'entière liberté de choix et de décision de chacun des signataires dans l'accomplissement des actes autres que ceux résultant de l'application pure et simple du droit de préemption. Voy. H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>ème</sup> éd. 2001, n°752, p. 684 (citant l'affaire Club Méditerranée). *Adde*, A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, EFL, 2<sup>ème</sup> éd., 2003, n°1489 et s., p. 268 et s.

<sup>15</sup> J.-J. DAIGRE, D. BOMPOINT et F. BASDEVANT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, Actes pratiques-ingénierie socétaire, Juill.-Août 2002, n°64, p.5, spé. 7.

<sup>16</sup> Pour une étude comparée des législations, globalement favorables à l'efficacité des pactes, Voy. l'ouvrage précité (note 7) de Mme de BEAUFORT.

<sup>17</sup> Un historique exhaustif n'aurait pas sa place dans cette introduction. On trouvera toutefois de larges développements sur les diverses propositions, leurs différences et les raisons de leurs échecs dans l'exposé des motifs de la proposition de directive présentée le 2 octobre 2002 (COM (2002) 534 final, JOUE du 25 févr. 2003, C 45, E/1). *Adde*, par exemple, D. MUFFAT-JEANDET, *OPA : L'histoire d'une directive européenne, le rejet de la proposition de 1989 et de ses versions révisées*, RMCUE 2004, n°475, p. 111 et s., et du même auteur, l'article précité note 4.

<sup>18</sup> F. PELTIER et F. MARTIN-LAPRADE, *Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée*, Joly Bourse, 1<sup>er</sup> sept 2004, p. 610.

<sup>19</sup> Il fut présenté au Conseil le 19 janvier 1989. JOCE du 14 mars 1989, C 64, p. 8

Dans son Livre Blanc sur l'achèvement du marché intérieur paru en 1985, la Commission avait déjà projeté de rapprocher les législations concernant les offres publiques d'acquisition. Le fondement utilisé<sup>21</sup> donne compétence à la Commission pour rendre équivalentes, dans toute la Communauté, certaines garanties que les Etats membres exigent des sociétés relevant de leur droit et dont les titres sont admis à la négociation sur un de leurs marchés réglementés, ceci afin de protéger les intérêts tant des associés que des tiers.

Mais au cours de ces quinze années, l'objectif d'harmonisation n'a eu de cesse d'être revu à la baisse, notamment à cause du changement des circonstances économiques. En 1989 en effet, le contexte économique était plutôt favorable<sup>22</sup>, si bien que la question des défenses anti-OPA ne posait pas de difficulté : le principe était admis que l'organe d'administration ne pouvait prendre des mesures qui n'avaient pas été décidées par l'assemblée générale des actionnaires<sup>23</sup>, mais le sort des restrictions au transfert de titres n'avait pas été abordé. Cependant, le texte initial, trop ambitieux par le degré de précision dans lequel il entrait, rencontra une forte opposition des Etats membres.

Au prix d'un degré d'harmonisation forcément moindre, la Commission opta alors pour une directive « cadre », plus respectueuse du principe de subsidiarité<sup>24</sup>, puisqu'elle posait surtout des principes généraux<sup>25</sup>, mais toujours sans traiter le sujet des restrictions au transfert de titres, et donc des clauses de préemption. Ce texte fut pourtant rejeté par le Parlement<sup>26</sup>, ce qui rappela une fois encore l'aspect très politique de cette directive<sup>27</sup> et le caractère sensible du sujet traité. En effet, certains députés craignaient notamment que l'obligation pour les dirigeants d'obtenir l'autorisation des actionnaires avant d'entreprendre une action défensive n'empêche la société cible de se défendre correctement. Cette crainte fut notamment nourrie par les députés allemands, après l'OPA du britannique Vodafone sur Mannesmann en 2000, et par les députés italiens, après l'affaire concernant Electricité de France et Edison en 2001<sup>28</sup>.

---

<sup>20</sup> Directive 2004/25, préc. note 2.

<sup>21</sup> Art. 44 (ex-54), paragraphe 1 et paragraphe 2, point g), du Traité de Rome.

<sup>22</sup> D. MUFFAT-JEANDET, art. préc. note 17, spé. p. 111 et 115.

<sup>23</sup> Art. 8 de la proposition de directive présentée le 19 janvier 1989, préc. note 19. Toutefois, le principe ne concernait à l'époque qu'un nombre de mesures limitativement énumérées.

<sup>24</sup> Art. 5 du Traité CE.

<sup>25</sup> Proposition de directive du 7 février 1996, JOCE du 6 juin 1996, C 162, p.5 On peut ainsi relever, par exemple, la suppression de la mention des divers moyens de publicité de l'offre ; il revient aux Etats d'y pourvoir, dès lors que celle-ci se révèle loyale (article 7).

<sup>26</sup> Résolution législative du PE, JOCE du 14 mars 2002, C 65, E/57. En effet, la procédure de codécision prévue à l'article 251 (ex 189 B) du traité CE et utilisée en la matière, associe étroitement le Parlement au processus législatif et lui donne le pouvoir d'empêcher l'adoption d'un texte. Voy. J. DUTHEIL DE LA ROCHERE, *Introduction au droit de l'Union européenne*, Hachette (coll. Les fondamentaux), 3<sup>ème</sup> éd., 2001, p. 69.

<sup>27</sup> *Infra*, n°5.

<sup>28</sup> Sur ces affaires, Voy. D. MUFFAT-JEANDET, art. préc. note 17, p. 116. L'auteur souligne notamment que la position des Italiens a été décisive pour la constitution d'une force suffisante au rejet du texte qui avait réussi,

Une troisième proposition de directive fut alors présentée le 2 octobre 2002<sup>29</sup> par la Commission, à partir des recommandations d'un groupe d'experts dirigé par M. le Professeur WINTER<sup>30</sup>. Si le groupe WINTER a tenté de tenir compte de certaines préoccupations du Parlement, il n'a pas remis en cause les principes fondamentaux que le Conseil avait adopté à l'unanimité : demeure notamment le principe en vertu duquel il appartient aux actionnaires de décider de l'avenir de leur société et donc des mesures défensives éventuelles après le lancement d'une offre publique d'acquisition<sup>31</sup>. Au contraire, c'est à son initiative qu'a été introduite la neutralisation des restrictions au transfert de titres, parmi lesquelles les clauses de préemption. Selon ces experts, cette neutralisation s'avérerait indispensable au bon fonctionnement des marchés<sup>32</sup>. Ce point ne pouvait satisfaire les députés qui s'opposaient à la version précédente, puisque la proposition de 2002 allait plus loin dans la fragilisation des possibilités de défense. Un consensus fut finalement obtenu grâce au Portugal qui proposa, comme il va être dit, de rendre la neutralisation facultative.

Après de nouveaux amendements<sup>33</sup>, la directive fut finalement adoptée le 21 avril 2004. Elle institue un « cadre fixant certains principes communs et un nombre limité d'exigences générales »<sup>34</sup> et couvre le même champ d'application que la précédente<sup>35</sup>. Mais peut-être le compromis qui la sous-tend a-t-il été obtenu au détriment de la logique du texte.

**5. Les logiques de la directive.** S'intéresser à la logique -aux logiques- de la directive suppose d'analyser les intérêts en présence, avant de donner quelques exemples des choix opérés par les instances communautaires.

Dès le début, le travail de la Commission fut mené en considération d'intérêts contradictoires : favorable aux offres publiques communautaires pour les raisons qu'on a vues<sup>36</sup>, la Commission européenne n'en était pas moins consciente des dangers potentiels que

---

malgré l'opposition allemande, à faire l'objet d'une conciliation en juin 2001. *Adde*, l'article sur EDF et Edison, Le Monde daté du Dimanche 8-Lundi 9 mai 2005, qui parle d'« imbroglio politico juridique ». Sur l'influence de l'affaire Vodafone-Mannesmann, *adde* K.J. HOPT, *La treizième directive sur les OPA-OPE et le droit allemand*, in *Aspects actuels du droit des affaires*, Mélanges en l'honneur de Yves GUYON, Dalloz 2003, p. 529.

<sup>29</sup> Proposition de directive du 2 oct. 2002, JOUE du 25 févr. 2003, C 45, E/1.

<sup>30</sup> Voy. [http://www.juris.freesurf.fr/ue\\_affaires/rapport\\_opa\\_fr.pdf](http://www.juris.freesurf.fr/ue_affaires/rapport_opa_fr.pdf).

<sup>31</sup> M. HASCHKE-DOURNEAUX, *La directive européenne n°2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, JCP E 2005, n°9, I, 358, p. 370 et s.

<sup>32</sup> Rapport WINTER, préc. note 30, p. 28.

<sup>33</sup> A la différence de la proposition de 2002, précitée note 29, le texte adopté prévoit par exemple le versement d'une indemnisation équitable en contrepartie des droits neutralisés, s'éloignant par là même du rapport WINTER. Sur l'indemnisation équitable, *infra*, n°69 et s.

<sup>34</sup> Considérant 26 de la directive 2004/25.

<sup>35</sup> Art. 1<sup>er</sup> de la directive 2004/25 : sont concernées les offres publiques volontaires ou obligatoires, portant sur les titres cotés d'une société relevant du droit d'un Etat membre, titres conférant un droit de vote dans la société.

<sup>36</sup> *Supra* n°2.

pouvaient représenter certaines offres hostiles dépourvues de véritables projets d'entreprise, et plutôt motivées par des considérations purement spéculatives<sup>37</sup>. Ainsi, la tâche de la Commission était d'élaborer un dispositif de compromis assurant la réussite des « bonnes » offres publiques et protégeant la société cible des « mauvaises » offres publiques. Cette confrontation d'intérêts n'est pas néfaste en soi : en effet, M. le Professeur VIANDIER explique que la réglementation des OPA se doit d'être neutre afin de garantir le bon fonctionnement du marché<sup>38</sup>. A tout le moins, il ne doit pas y avoir de certitude quant au succès ou quant à l'échec d'une OPA.

Difficulté supplémentaire, au sein même de la société cible, les intérêts des dirigeants peuvent s'opposer aux intérêts des actionnaires et notamment aux intérêts des minoritaires : il convient alors de protéger l'intérêt social, notion au demeurant incertaine. Certes, les dirigeants peuvent songer principalement à conserver leurs fonctions<sup>39</sup>, quitte à tenter de faire échec à une offre publique qui serait bénéfique pour la société cible. Pour autant, peut-on assimiler l'intérêt des actionnaires (spécialement les minoritaires), qui cherchent à réaliser une plus-value, à l'intérêt social ? L'intérêt social constitue typiquement un « concept mou »<sup>40</sup> et les auteurs divergent quant à la définition de ce standard. On ne donnera donc pas ici de définition générale. Toutefois, on peut se laisser convaincre par l'analyse de M. le Professeur SCHMIDT qui montre que, derrière le débat, se cachent des enjeux de pouvoir, notamment quant à l'influence à accorder à l'assemblée des actionnaires, mais qu'en pratique, l'intérêt social ne peut être distinct de celui des actionnaires, qui ne peuvent être contraints de voter dans un intérêt contraire au leur<sup>41</sup>. Tous cherchent à retirer un « enrichissement personnel par le partage du profit social »<sup>42</sup>.

---

<sup>37</sup> O. CASSIOT, *Les OPA : étude de la proposition de treizième directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat ou d'échange (présentée par la Commission le 19 janv. 1989)*, mémoire de DEA, LPA, 17 sept. 1990, n°112, p. 6 et s.

<sup>38</sup> A. VIANDIER, op. cit. note 14, n°335, p. 68.

<sup>39</sup> Voy. l'article 3 de la directive 2004/25 qui précise que l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre. A elle seule, cette précision confirme apparemment les craintes que nourrit la Commission.

<sup>40</sup> Sur la complexité de la notion, à la fois « riche et ambiguë », Voy. M. GERMAIN, *L'intérêt commun des actionnaires*, JCP E 1996, Cahiers du droit de l'entreprise, Supplément n°4, p. 13.

<sup>41</sup> D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Bull. Joly 2000, n°1, p. 9 et s. L'auteur précise qu'il y aura en revanche conflit d'intérêts lorsqu'un dirigeant « se trouve en situation de choisir entre l'intérêt commun des actionnaires et celle de son intérêt personnel distinct », ce qui est précisément ce contre quoi la directive a voulu lutter (Voy. art. 9 de la directive 2004/25 étudiée). En revanche, les juges peuvent demander à ce que soit défendu un intérêt social distinct de la somme des intérêts des actionnaires, de même qu'ils peuvent sanctionner l'abus. On est d'autant plus enclin à retenir la position du Professeur D. SCHMIDT, que celui-ci est membre du groupe chargé de préparer la transposition en France de la directive.

<sup>42</sup> D. SCHMIDT, *Rapport de synthèse*, Colloque « Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées ? », JCP E 1996, Cahiers du droit de l'entreprise, Supplément n°4, p. 25.

L'étude de l'exposé des motifs et des principes de la directive 2004/25 fournit de précieux renseignements sur les objectifs de la Commission et sur ses priorités ou plus précisément sur la difficulté d'isoler une logique unitaire. Deux exemples témoignent tout particulièrement de ces difficultés. D'une part, si la directive énonce que les Etats membres doivent prendre « les mesures nécessaires pour la protection des détenteurs de titre et en particulier ceux possédant des participations minoritaires »<sup>43</sup>, elle prévoit un nombre fort limité de cas de dépôts d'offres publiques obligatoires, pourtant destinées à les protéger, et ce, sans paraître laisser aux Etats la possibilité d'en prévoir d'autres<sup>44</sup>.

D'autre part, elle semble globalement soutenir assez nettement l'offrant en conseillant par exemple aux Etats membres de « prendre les mesures nécessaires pour donner à tout offrant la possibilité d'acquérir un intérêt majoritaire dans d'autres sociétés et d'en exercer pleinement le contrôle »<sup>45</sup>. Elle aménage notamment à cette fin, et sous certaines conditions, la neutralisation des restrictions au transfert des titres, ainsi que plus généralement la publicité des mécanismes de défense contre les offres publiques<sup>46</sup>, dont font partie les clauses de préemption. Pourtant, tout en prônant la neutralisation des restrictions au transfert de titres<sup>47</sup>, dont le régime est détaillé à l'article 11, la directive autorise les Etats à ne pas retenir cette neutralisation<sup>48</sup>, « compte tenu des disparités entre Etats membres », ce que confirme très explicitement l'article 12 sur les « arrangements facultatifs ».

Ce qui est facultatif en réalité, ce n'est pas la transposition de l'article 11, mais la décision de chaque Etat d'imposer aux sociétés qui relèvent de son droit, l'application obligatoire de cet article ; en effet, l'article 12.2 prévoit que les Etats qui choisiront de ne pas imposer l'application de cet article doivent laisser aux sociétés la possibilité de choisir de l'appliquer malgré tout. Dès lors, il apparaît que la transposition de l'article 11 devra en tout état de cause avoir lieu<sup>49</sup>.

En définitive, le flou qui entoure la logique de la directive résulte de son histoire mouvementée et notamment des confrontations entre la Commission et le Parlement. Au vu de l'exposé des motifs, on peut toutefois s'accorder sur le fait que la directive semble bien

---

<sup>43</sup> Considérant 9 de la directive 2004/25. D'ailleurs, la fiche financière et législative relative à la proposition du 2 octobre 2002 précitée note 17 ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)) précise expressément qu'en plus de mettre en place un cadre juridique pour les offres publiques d'acquisition, il s'agit d'« offrir un niveau de protection adéquat aux actionnaires minoritaires de toute l'Union Européenne en cas de changement de contrôle d'une société ».

<sup>44</sup> En ce sens, F. PELTIER et F. MARTIN-LAPRADE, art. préc. note 18, p. 610. La France devrait donc amender sa législation actuelle dans un sens moins protecteur des minoritaires.

<sup>45</sup> Considérant 19 de la directive 2004/25.

<sup>46</sup> Considérant 18 de la directive 2004/25.

<sup>47</sup> Considérant 19 de la directive 2004/25.

<sup>48</sup> Considérant 21 de la directive 2004/25.

<sup>49</sup> En ce sens, D. MUFFAT-JEANDET, art. préc. note 4, p. 463.

vouloir favoriser l'initiateur face aux dirigeants, l'étendue de la suppression des mesures de défense dépendant du bon vouloir des Etats membres.

La transposition de l'article 11 devant en outre intervenir de toute façon, l'intérêt d'étudier la neutralisation des restrictions au transfert de titres, à travers l'exemple des clauses de préemption, n'en est que plus grand.

**6. Intérêts du sujet.** Ainsi, le choix quant à l'adoption par les Etats de ces mesures de neutralisation des restrictions, dont les clauses de préemption sont un bon exemple, sera un élément déterminant pour cerner l'esprit dans lequel s'inscrit le dispositif communautaire, ou, à tout le moins, l'esprit dans lequel les *Etats membres* souhaitent inscrire le texte. En outre, la décision de rendre obligatoire l'application de l'article 11 aurait vraisemblablement un impact assez important sur le droit positif.

Ceci est notamment dû au fait que la France est l'un des rares pays à s'être doté très tôt d'une législation détaillée sur les offres publiques. Ainsi, la loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier<sup>50</sup>, ainsi que le Règlement n°89-03 de la COB homologué par l'arrêté du 28 septembre 1989, avaient anticipé l'adoption de la directive sur la base de la première proposition présentée en janvier de la même année. Par conséquent, la réglementation française est très précise, mais n'a pas pris en compte les modifications successives du texte communautaire concernant notamment le sort des restrictions au transfert de titres, lors des révisions dont a fait l'objet le Règlement COB<sup>51</sup>.

Par ailleurs, les praticiens insistent sur la fréquence des clauses de préemption, au moins en ce qui concerne celles qui figurent dans les pactes d'actionnaires<sup>52</sup>. A ce sujet, on se demandera si les clauses de préemption font, à l'instar des clauses d'agrément, l'objet d'un traitement différencié en droit des sociétés et en droit boursier français, afin de mieux cerner le champ d'application de la directive qui vise les clauses statutaires comme extra-statutaires. En effet, si le droit français des marchés financiers n'admet pas les clauses de préemption statutaires, alors l'étude des dispositions communautaires qui y sont relatives aura moins d'intérêt.

---

<sup>50</sup> Avant cette loi, l'encadrement demeurait infra-législatif et plus favorable à l'attaque qu'à la défense, relèvent M. le Professeur D. CARREAU et M. J-Y. MARTIN dans leur article précité note 12, p. 896.

<sup>51</sup> Règlement n°2002-04 homologué par un arrêté ministériel en date du 22 avril 2004, et surtout Règlement 2003-03 homologué par un arrêté ministériel en date du 19 mai 2003, et Règlement général de l'AMF homologué par arrêté ministériel le 12 novembre 2004 (pour le livre II qui nous retiendra), ces derniers étant intervenus après les travaux du Groupe WINTER (*supra*, n°4).

<sup>52</sup> Sur la fréquence des pactes d'actionnaires en général, E. BROCHIER, *L'exécution en nature des pactes entre actionnaires : observations d'un praticien*, RDC 2005, n°1, p.125, et sur la stipulation quasi-systématique de clauses de préemption dans les pactes d'actionnaires, F.-D. POITRINAL, *op. cit.* note 12, n°154, p. 97.

Enfin, s'il fallait encore démontrer l'importance et l'intérêt du sujet, il pourrait être relevé tout au long de la directive, les nombreuses dispositions qui concernent plus ou moins directement la neutralisation de ces restrictions. Ainsi, cette étude portera à titre principal sur l'article 11, qui traite de la neutralisation encadrée des restrictions et de l'indemnisation octroyée en contrepartie, mais l'on s'intéressera aussi à la mention de l'indemnisation dans le document émis par l'initiateur de l'offre<sup>53</sup>, à la période d'acceptation<sup>54</sup>, aux obligations des dirigeants de la société cible<sup>55</sup>, à la publicité qu'il convient de donner aux clauses de préemption<sup>56</sup>, ou encore aux des sanctions à prévoir par les Etats membres pour la violation des dispositions du droit national prises en application de la directive<sup>57</sup>. Enfin, il conviendra également de revenir, pour conclure, sur le caractère facultatif de la transposition<sup>58</sup>, qui risque de poser des difficultés en matière d'égalité des conditions de jeu, si tous les Etats n'adoptent pas la même politique de transposition. Ce sont autant de difficultés potentielles qui devront être envisagées par le législateur.

**7. Hypothèse d'étude. Problématique.** Que la France impose ou non l'article 11 aux sociétés qui relèvent du droit français, l'article 11 devra donc être transposé. Il s'agit alors d'étudier son impact sur le droit positif français. On tentera d'identifier les problèmes qui peuvent se poser et, si possible, d'apporter des éléments de solution, à tout le moins des pistes de réflexion. En effet, le législateur français s'inspirera certainement du droit positif pour résoudre les difficultés ; mais la directive sera peut-être aussi l'occasion d'éclaircir certaines zones d'ombre du droit français. L'objectif est que la directive et le droit positif se nourrissent l'un de l'autre afin que les réformes proposées soient élaborées dans un souci de compréhension et d'articulation des diverses dispositions, évitant ainsi une stratification des réglementations, source d'abondants litiges.

**8. Plan.** Dès lors, l'analyse des dispositions de la directive 2004/25 qui concernent les clauses de préemption peut être menée en deux temps. On s'intéressera au champ d'application de la neutralisation (CHAPITRE I), puis à sa mise en œuvre (CHAPITRE II).

---

<sup>53</sup> Art. 6 de la directive 2004/25.

<sup>54</sup> Art. 7 de la directive 2004/25.

<sup>55</sup> Art. 9 de la directive 2004/25.

<sup>56</sup> Art. 10 de la directive 2004/25.

<sup>57</sup> Art. 17 de la directive 2004/25.

<sup>58</sup> Considérant 21 et art. 12 de la directive 2004/25.

## CHAPITRE I : Le champ d'application de la neutralisation

**9. Présentation du chapitre.** L'article 11 de la directive porte notamment neutralisation des restrictions au transfert de titres et au droit de vote. Il vise tant les restrictions statutaires que les restrictions extra-statutaires. Notre analyse portant sur les clauses de préemption, la directive étudiée a donc vocation à régir celles qui figurent dans les statuts comme celles qui figurent dans les conventions extra-statutaires. Encore faudra-t-il que les Etats membres vérifient que les clauses de préemption statutaires sont admises dans les statuts des sociétés cotées qui relèvent de leur droit ; en effet, la directive ne prend pas position sur la licéité des restrictions statutaires ou extra-statutaires mais pose un régime de neutralisation pour le cas où elles existeraient. On se demandera donc ce qu'il en est en droit français, en comparant avec un autre type de restrictions dont le régime est plus clair, à savoir les clauses d'agrément. Cependant, aussi curieux que cela puisse paraître au premier abord, toutes les clauses de préemption ne seront pas sujettes à neutralisation pour des raisons diverses tenant à la lettre de l'article 11, ou à son articulation avec d'autres dispositions de la directive.

A la détermination des clauses visées par la neutralisation, qui occupera le premier temps de ce Chapitre (Section I), succèdera donc l'analyse des clauses qui en sont exclues (Section II).

## Section I : Les clauses visées par la neutralisation.

**10. Double délimitation.** L'article 11 procède à une double définition de son champ d'application. Matériellement, la neutralisation embrasse les clauses statutaires comme extra-statutaires. Encore convient-il au préalable de vérifier que ces clauses sont admises par le droit français des sociétés cotées (I). Temporellement toutefois, la directive ne touchera que certaines clauses (II).

- I) Délimitation matérielle de la neutralisation : confrontation avec le droit français des sociétés cotées.

**11. Les dispositions de la directive.** L'article 11.2 vise « toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts de la société visée », ainsi que « toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans les accords contractuels conclus (...) entre les détenteurs de titres de la société visée ».

**12. Première analyse.** Deux remarques peuvent être faites d'emblée. D'une part, ce sont bien entendu les seules clauses et pactes de la société visée qui sont concernées par la neutralisation, puisqu'il s'agit ici d'empêcher que la cible ne fasse échec à l'offre. En effet, la mise en œuvre de ces clauses gênerait considérablement l'initiateur dans l'acquisition de titres, dès lors que les bénéficiaires des préférences feraient jouer leur droit de priorité. D'autre part, l'article 11 inclut dans son champ toutes les modalités de stipulation de clauses, puisque tant les clauses statutaires que les clauses extra-statutaires sont visées. Par ailleurs, au sein des pactes extra-statutaires, le législateur communautaire a envisagé les accords conclus par des actionnaires au profit d'autres actionnaires ou avec la société elle-même<sup>59</sup>. Ce dernier type d'accord pourrait faire référence à une autre catégorie de restriction au transfert de titres qu'est la clause d'agrément, qui réserve à la société un droit de veto en fonction de la qualité du cessionnaire. Toutefois, en ce qui concerne le droit français, une telle clause d'agrément doit à peine de nullité figurer dans les statuts<sup>60</sup> et ne peut donc être concernée par cette disposition qui vise les clauses extra-statutaires. En revanche, on pourrait envisager la

---

<sup>59</sup> L'article 11.2 de la directive 2004/25 ne précise pas dans quel sens joue la priorité. Néanmoins, l'hypothèse logique est de considérer que la préférence est consentie par un actionnaire au profit de la société.

<sup>60</sup> L. 228-23 C.Com.

stipulation d'une clause de préemption au profit de la société : une telle clause ne serait en effet pas dénuée d'intérêt<sup>61</sup>. En cas de volonté de cession par le promettant, le mécanisme permettrait alors à la société d'opérer facilement un rachat de ses propres actions suivi d'une réduction de capital<sup>62</sup>, si elle décidait de faire jouer son droit de préemption. Une telle opération, admise par exception en France notamment aux fins de réduction du capital social non motivée par les pertes<sup>63</sup> et qui nécessite l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires, peut donc constituer un moyen de défense anti-OPA<sup>64</sup>.

La directive a donc tenté d'envisager tous les types de clauses de préemption. Cependant, il faut se demander si tous ces cas intéressent le droit français des marchés financiers. En effet, le texte communautaire a été rédigé pour l'ensemble des Etats membres de l'Union Européenne. Toutefois, si le droit français n'admet pas les restrictions statutaires, l'étude des dispositions de la directive qui y ont trait a moins d'intérêt. Or, au sujet des clauses de préemption, la question n'apparaît pas résolue de façon certaine. Pour faciliter la démonstration, on n'envisagera que de manière accessoire les clauses de préemption extra-statutaires impliquant la société dont les titres constituent l'objet de la clause.

**13. Clauses de préemption : droit positif français des sociétés et droit des marchés financiers, confrontation ?** Comme il sera montré plus bas<sup>65</sup>, il n'y a pas de difficulté pour les pactes de préférence, qui sont extra-statutaires. La question principale est donc de savoir si les statuts d'une société française dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé peuvent contenir une clause de préemption. La réponse est loin d'être évidente et nécessite une analyse des textes applicables ainsi que de la logique qui les sous-tend. Afin que l'exposé soit aussi clair que possible, il conviendra de commencer par présenter l'enjeu du débat, qui tourne autour du concept de « négociation » des actions, avant de se pencher sur le statut désormais très clair de la clause d'agrément, qu'on s'efforcera de distinguer des clauses de préemption, pour tenter enfin de résoudre la question posée. L'objectif de ces

---

<sup>61</sup> Voir d'ailleurs pour un exemple de pactes d'actionnaires avec la société elle-même, J.-J. DAIGRE, D. BOMPOINT et F. BASDEVANT, art. préc. note 15, spé. p. 8 (Pacte Vivendi Universal).

<sup>62</sup> Une telle technique aurait été d'autant plus acceptable que le règlement CE n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 (JOUE du 23 déc. 2003, L 336/33) pris en application de la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 (JOUE du 12 avr. 2003, L 96, p. 16, ci-après dénommée directive 2003/6) relative aux opérations d'initiés et aux manipulations de cours, prévoit une présomption irréfragable de légitimité du rachat par une société de ses propres actions aux fins de réduction du capital social, sans se préoccuper, semble-t-il, des motifs d'un tel rachat.

<sup>63</sup> L. 225-207 C.Com.

<sup>64</sup> Au sujet de la compétence exclusive de l'assemblée des actionnaires de mettre en œuvre des moyens de défense anti-OPA, Voy. art 9 de la directive 2004/25. L'opération de « rachat-réduction » reste ainsi possible en elle-même, grâce à cet article 9.

<sup>65</sup> *Infra*, n°13 quater.

développements est de démontrer qu'à certaines conditions, la stipulation d'une clause de préemption dans les statuts d'une société cotée est envisageable.

**13 bis. Négociabilité, libre disposition et libre négociation des actions.** Comme l'a montré un auteur<sup>66</sup>, la doctrine, comme la jurisprudence, hésite sur les termes à utiliser pour parler du droit de disposer des actions : les termes de négociabilité, libre disposition et libre négociation sont couramment employés, souvent comme synonymes, alors que les distinguer permettrait de clarifier la situation. Pour notre part, nous retiendrons que la négociabilité signifie que, contrairement à la part sociale, l'action peut se transmettre selon les modes simplifiés du droit commercial, par virement de compte à compte, sans que le respect des formalités de l'article 1690 du Code Civil s'impose. Il s'agit là d'un principe qu'il faut distinguer de la libre disposition<sup>67</sup>, mais aussi de la libre négociation<sup>68</sup>. La libre disposition des actions sera entendue comme le droit de céder ses actions à la personne de son choix ; elle concernera un rapport subjectif entre actionnaires identifiés. Au contraire, nous attacherons à la libre négociation des actions, une connotation de globalité, d'objectivité. Ainsi, les pactes extra-statutaires, qui concernent en principe deux actionnaires, restreignent la libre disposition, cependant que les clauses statutaires, applicables en principe à tous les actionnaires (du seul fait de leur qualité) peuvent restreindre la libre négociation. En ce sens, les restrictions au transfert de titres, qui permettent aux dirigeants de conserver leur pouvoir en assurant une certaine stabilité du capital<sup>69</sup>, portent atteinte à la libre négociation ou à la libre disposition mais pas à la négociabilité des actions. Tant la loi que la jurisprudence ont expressément reconnu la validité de telles clauses de restriction du point de vue du droit des sociétés<sup>70</sup>. Mais en droit boursier, comme nous le verrons, les autorités compétentes se montrent traditionnellement hostiles vis-à-vis de ces clauses. Reste à comparer plus précisément la situation de deux clauses : la clause d'agrément et la clause de préemption.

---

<sup>66</sup> E. CHVIKA, *Les clauses limitant la libre disposition des actions*, thèse (dactyl.), Paris II, 1999, n° 17 et s. et les références citées.

<sup>67</sup> L'objectif de cette distinction est d'éviter précisément une confusion des termes malgré les efforts de certains auteurs pour distinguer. Ainsi M. JEANTIN montre qu'il ne faut pas confondre négociabilité et libre négociabilité dans une note sous Paris, 14 mars 1990, « la Cinq », préc. note 9, spé. p. 203. Mais pour les sociétés cotées, la distinction doit être affinée.

<sup>68</sup> C'est d'ailleurs le vocable employé par le considérant 18 de la directive 2004/25.

<sup>69</sup> E. CHVIKA, op. cit. note 66, spé. n° 9.

<sup>70</sup> *Infra*, n° 13 quater et les références citées.

**13 ter. Le statut défini de la clause d'agrément.** La clause d'agrément est une clause par laquelle la société, via son conseil d'administration<sup>71</sup> ou son assemblée générale, se réserve le droit de donner son accord à la réalisation de la cession au profit d'une personne déterminée, introduisant ainsi dans les sociétés par actions une certaine « considération de la personne »<sup>72</sup>. Admise par la jurisprudence depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle<sup>73</sup>, la clause d'agrément a été prise en compte par la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 réformant le droit des sociétés commerciales. Dans son article 275, devenu l'article L. 228-24 du Code de commerce, la loi reconnaissait la validité des clauses d'agrément à certaines conditions, dont la stipulation dans les statuts. En revanche, elle ne distinguait nullement selon que les titres étaient ou non cotés. Mais tel n'est pas le cas des autorités boursières qui ont précisément mis en place, via la réglementation édictée, un régime spécifique aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Toutefois, des contradictions pouvaient être observées entre les règlements des diverses autorités, ainsi qu'entre ces règlements et la loi.

Ainsi, la COB avait prévu qu'aucune clause d'agrément statutaire d'une société cotée visée par une offre publique ne pouvait être opposée à l'initiateur de l'offre, sous réserve des cas où la nécessité d'un agrément résulte d'une obligation législative<sup>74</sup>. Or, cette disposition, toujours en vigueur dans le Règlement général de l'AMF<sup>75</sup>, était en contradiction avec un article aujourd'hui abrogé du Règlement général du CBV qui disposait explicitement que la cession des titres cotés « ne doit être assujettie à aucune clause d'agrément<sup>76</sup> ». Demeure malgré tout, l'opposition entre le Règlement général de l'AMF et le Règlement de l'entreprise de marché Euronext puisque ce dernier prévoit qu'aucune clause d'agrément ne peut être stipulée pour la cession de titres de capital cotés<sup>77</sup>. Mais aujourd'hui, l'ordonnance du 24 juin 2004<sup>78</sup> a semble-t-il écarté définitivement tout débat<sup>79</sup>. En effet, l'article 32, modifiant l'article L. 228-23 du Code de commerce, dispose que, « dans une société dont les titres de capital ne sont pas

---

<sup>71</sup> Les membres du conseil d'administration doivent être considérés comme des dirigeants de droit. Voy. P. LE CANNU, *Droit des sociétés*, Montchrestien, 2002, n°646, p. 365.

<sup>72</sup> G. RIPERT ET R. ROBLOT, *op. cit.* note 11, n°1617, p. 388.

<sup>73</sup> Cass. Req., 19 févr. 1878, D.1879, 1, 332.

<sup>74</sup> Art.3 du Règlement COB 89-03, devenu art. 4 du Règlement COB 2002-04.

<sup>75</sup> Art. 231-6 du Règlement Général de l'AMF.

<sup>76</sup> Art. 3.3.13 du Règlement général du CBV. Cet article est aujourd'hui abrogé. Voy. Revue CMF n°1 sept. 1997, p 24.

<sup>77</sup> Art. P 1. 1. 17 et 1. 1. 28. Voy. *infra*, n°13 quater *in fine* et n°14.

<sup>78</sup> Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 ([www.legifrance.com](http://www.legifrance.com)).

<sup>79</sup> Une doctrine autorisée s'interrogeait en effet sur la légitimité des autorités boursières à réglementer des clauses que la loi validait en droit des sociétés. Voy. D. CARREAU et H. LETREGUILLY, Rép. Com. Dalloz, août 2001, n° 237 (V°Offres publiques) au nom de la hiérarchie des normes. Or, la ratification de l'ordonnance par le Parlement par la loi d'habilitation (*sic.*) n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 a conféré à ses dispositions une valeur législative. Pour plus de détails sur la condition juridique des ordonnances, Voy. J. GICQUEL, *Droit constitutionnel et institutions politiques*, Montchrestien, 16<sup>ème</sup> éd. 1999, p. 593.

admis aux négociations sur un marché réglementé, la cession (...) peut-être soumise à l'agrément de la société par une clause des statuts ». Interprété *a contrario*, l'article paraît exclure la possibilité de stipuler une clause d'agrément dans les sociétés cotées, prenant donc le parti d'Euronext.

La condition de la clause d'agrément pour ce qui est des sociétés cotées semble désormais parfaitement claire, et manifeste un certain particularisme<sup>80</sup> du droit des marchés financiers par rapport au droit commun des sociétés. Peut-on appliquer à la clause de préemption un raisonnement par analogie ?

**13 quater. La condition incertaine des clauses de préemption.** Il convient avant tout d'analyser ce qui distingue la clause de préemption de la clause d'agrément. En effet, si elle ne constituait qu'une clause d'agrément déguisée, le même régime aurait vocation à s'appliquer, et une telle clause ne pourrait être admise dans les statuts d'une société cotée. Cependant, il existe des clauses de préférence élaborées par la pratique qui fonctionnent de manière autonome des clauses d'agrément<sup>81</sup>, quoique pouvant se combiner avec elles. Deux raisons au moins justifient la conclusion de ces clauses de préemption. En premier lieu, les clauses d'agrément ne pouvaient, avant l'ordonnance de juin 2004<sup>82</sup>, être mises en œuvre dans les cessions entre actionnaires<sup>83</sup>. En second lieu, et surtout, les deux types de clauses paraissent relever de deux logiques différentes. La clause d'agrément permet de contrôler la personne qui souhaite entrer dans le capital d'une société ou désormais l'actionnaire qui veut augmenter sa participation, en s'intéressant à ses qualités personnelles. Ce contrôle fait intervenir les organes sociaux et c'est donc du point de vue de la société que la clause d'agrément est appréhendée. En revanche, la clause de préemption, qui confère également un certain contrôle dans la répartition du capital, paraît pouvoir être analysée du point de vue de celui ou de ceux qui en bénéficient : le jeu de la clause ne permet pas de refuser la cession d'actions si le bénéficiaire décide de préempter<sup>84</sup> ; au contraire, elle permet au bénéficiaire

---

<sup>80</sup> On n'entend pas ici prendre position sur la question de savoir si le droit financier constitue un droit autonome. Pour le débat, Voy. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2001, n°34, p. 33 et les références citées.

<sup>81</sup> Pour le fonctionnement classique de la clause de préemption de manière indissoluble de la clause d'agrément en vertu des articles L. 228-24 du Code de Com., Voy. Com. 22 oct. 1969, JCP 1970, CI, 88094, note J. PAILLUSSEAU. A noter que cet arrêt évoque le principe de libre négociabilité des actions pour parler de ce que l'on a défini comme étant le principe de libre négociation.

<sup>82</sup> Ordonnance du 24 juin 2004, préc. note 76.

<sup>83</sup> L'ordonnance du 24 juin 2004 a modifié l'article L. 228-23 C.Com en supprimant dans son article 32 l'exigence que la clause d'agrément ne soit stipulée que dans le cadre des cessions avec les tiers.

<sup>84</sup> Au contraire, le refus d'agrément empêche que la cession ait lieu, dans un premier temps au moins.

d'acquérir, le cas échéant, les actions du cédant, sans intervention en principe des organes sociaux<sup>85</sup>.

Les deux types de clauses doivent donc, on le voit, être soigneusement distingués.

Il est vrai, néanmoins, que la préemption pourrait donner lieu à un agrément déguisé : le bénéficiaire de la clause pourrait en effet n'opter que s'il désapprouve la qualité du cessionnaire alternatif<sup>86</sup>. Mais une telle hypothèse est peu probable dans des pactes extra-statutaires qui lient deux actionnaires, ou un petit nombre d'actionnaires entre eux. En effet, dans un tel cas, la clause de préemption joue plus comme un élément de stratégie dans la lutte pour le pouvoir au sein de la société<sup>87</sup>. La clause de préemption prévoit d'ailleurs en pratique que le promettant n'a pas à indiquer l'identité du cessionnaire envisagé<sup>88</sup>.

Si les clauses de préemption procèdent d'une logique essentiellement différente de celle des clauses d'agrément, il arrive donc que, dans certaines hypothèses, leur utilisation puisse conduire à douter de la qualification donnée à ces clauses par les parties. Il est alors nécessaire de distinguer entre clauses de préemption, pour déterminer celles qui seraient acceptables quant aux titres cotés.

En droit commun des sociétés, la validité des clauses de préemption, tant statutaires qu'extra-statutaires, a été admise par la jurisprudence<sup>89</sup>.

Pour ce qui est des pactes extra-statutaires entre actionnaires, leur admission dans les sociétés cotées ne fait pas de doute. Le principe de liberté contractuelle joue pleinement ; en ce sens il n'y a pas d'atteinte à la libre négociation des actions, mais seulement à la libre disposition de celles-ci pour reprendre notre distinction exposée plus haut<sup>90</sup>. D'ailleurs, la loi reconnaît implicitement leur validité en exigeant leur publication<sup>91</sup>. Pour sa part, la jurisprudence s'est prononcée dans une affaire Providence SA en estimant que « la réglementation des offres

---

<sup>85</sup> Le critère de l'intervention des organes n'est toutefois pas déterminant car la clause de préemption extra-statutaire qui lie un actionnaire au profit de la société, les fera intervenir lors de la décision de faire jouer ou non la priorité. Il faut donc affiner encore la distinction.

<sup>86</sup> L'octroi de la préemption au bénéficiaire pourrait par ailleurs être analysé comme un agrément initial par défaut : c'est le bénéficiaire de la préemption qui jouirait du privilège de cet agrément d'office. A l'heure où la clause d'agrément peut jouer entre actionnaires, un délicat problème d'articulation pourrait se poser.

<sup>87</sup> Si le bénéficiaire du pacte est la société elle-même, le risque de requalification n'est pas forcément plus important, dès lors que le pacte extra-statutaire ne concerne qu'un nombre limité d'actionnaires. Voy. *infra*, n°14.

<sup>88</sup> En ce sens, Y. GUYON, *Droit des affaires, droit commercial général et des sociétés*, Tome 1, Economica, 12<sup>ème</sup> éd., 2003, n°746, p. 801. Voy. par ailleurs *infra*, note 94.

<sup>89</sup> Paris, 14 mars 1990, préc. note 9 (pour la validité des clauses statutaires) et Angers 20 sept. 1988, préc. note 10.

<sup>90</sup> *Supra*, n°13 bis.

<sup>91</sup> L. 233-11 C.Com.

publiques n' [était] pas contraire à l'exécution des conventions passées avant le lancement des offres entre actionnaires privés<sup>92</sup> ».

En revanche, la situation est moins évidente dans l'hypothèse où la clause de préemption est statutaire. Une doctrine très autorisée milite d'ailleurs en faveur du refus des clauses de préemption statutaires dans les sociétés cotées<sup>93</sup>. Elle renvoie au soutien de sa position au règlement Euronext dans ses articles P 1.1.17 et P 1.1.28. Mais la lecture de ces articles n'est pas très éclairante. Le premier, qui concerne l'admission des titres de capital à la Bourse de Paris, précise que leur cession ne doit être assujettie à aucune clause restreignant leur libre négociation. Le second reprend la même idée mais précise que l'interdiction porte sur les clauses *statutaires*.

**14. Conciliation.** Il faut bien tenter de concilier ces articles, avec les dispositions légales et réglementaires vues précédemment. Or, il résulte implicitement de l'article L. 233-11 du Code de commerce que les pactes extra-statutaires sont admis dans les sociétés cotées. Par application du principe de hiérarchie des normes, il ne devrait donc pas y avoir de différence de lecture entre les articles P 1. 1. 17 et P 1. 1. 28. En revanche, il est certain que sont interdites les clauses statutaires qui ont pour objet, ou pour effet, de restreindre la libre négociation des actions. Cependant, comme le remarque M. CHVIKA dans sa thèse<sup>94</sup>, cette notion pourrait ne viser que les clauses d'agrément. C'est du moins ce que suggère la lecture de l'article 55, 3°, du décret n°67-236 du 23 mars 1967 relatif aux sociétés commerciales<sup>95</sup>. La prudence commande toutefois d'opérer une distinction au sein des clauses de préemption statutaires.

En effet, si l'on considère que le caractère statutaire implique une égalité de traitement au profit de tous les associés, l'ampleur du champ d'application potentiel de la clause et le caractère systématique de son déclenchement aurait un effet restrictif sur la libre négociation

---

<sup>92</sup> COB, Rapport annuel, 1986, p. 99 et s., spé. p. 106-107. *Adde*, sur l'efficacité en cours d'offre publique des engagements de présentation conclus antérieurement, T. Com. Paris 28 juillet 1986 (Société Primistères), Rev. Soc. 1987, p. 58, note J.-J. DAIGRE. A noter toutefois que la Cour d'appel de Paris, dans un arrêt « Balland » non publié du 27 octobre 1993 (Revue de droit bancaire et de la bourse 1993, n°40, p. 252, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE), prend soin de vérifier pour les valider, que les pactes d'actionnaires, en l'espèce des promesses de cession d'actions, « ne sont pas par elles-mêmes de nature à rendre impossible une prise de contrôle de la société cible par l'auteur d'une surenchère ». Mais la portée de cette solution est incertaine car un pacte de préemption n'a tout de même pas la même force qu'une promesse de cession d'actions. Dès lors, il n'est pas sûr qu'on puisse lui attribuer un tel effet.

<sup>93</sup> B. MERCADAL et Ph. JANIN, *Sociétés commerciales*, Mémento Pratique Francis Lefebvre, 2005, n° 18492. Moins affirmatif, A. VIANDIER, op. cit. note 14, n°605, p. 108.

<sup>94</sup> E. CHVIKA, op. cit. note 66, spé. n°26.

<sup>95</sup> Art. 55, 3°, du décret du 23 mars 1967 : « En cas de restriction à la libre négociation ou cession des actions, [les statuts doivent préciser] les conditions particulières auxquelles est soumis l'agrément des cessionnaires ».

des actions dans une mesure proche de celui de la clause d'agrément. Ce ne serait certes pas un agrément donné par les organes sociaux, car la société a une personnalité distincte des individus qui la composent. Mais ce serait encore plus gênant, car il faudrait que chacun des actionnaires non cédants se prononce sur la cession qui leur serait proposée en priorité. En pratique, il conviendrait que tous les actionnaires refusent de faire jouer leur préférence pour que la cession au tiers envisagé soit possible<sup>96</sup>. Même si, en prenant chaque actionnaire individuellement, on pouvait démontrer que la logique de la préemption est différente de celle de la clause d'agrément, l'ampleur du mécanisme pourrait justifier une interdiction par les autorités d'une clause de préemption statutaire portant alors atteinte, autant que la clause d'agrément, au principe de libre négociation des actions. En ce sens, on ne peut que se ranger au côté de la doctrine majoritaire sus-évoquée.

Toutefois, un arrêt rendu en matière de clause de préemption statutaire dans une société non cotée est fort intéressant et pourrait apporter des éléments de réponse à la question de savoir si les statuts d'une société cotée peuvent contenir une clause de préemption. Cet arrêt a été rendu par la Chambre commerciale de la Cour de cassation, le 15 février 1994<sup>97</sup>. Au terme de la décision, il semblerait qu'il ne soit pas nécessaire que la clause de préemption bénéficie à tous les actionnaires. Au contraire, il résulterait de cet arrêt qu'une clause de préemption statutaire peut profiter à certains actionnaires seulement<sup>98</sup>. On perçoit alors dans ce cas particulier de préférence statutaire, la différence avec l'hypothèse précédemment envisagée. Ici, la clause est plus proche d'une clause de préemption extra-statutaire entre actionnaires. Elle ne gêne pas la libre négociation des actions en général, mais affecte seulement la libre disposition des actions des actionnaires concernés qui devront proposer en priorité aux bénéficiaires d'acquérir les titres dont ils envisagent la cession. Or, nous avons vu que les pactes de préférence extra-statutaires étaient admis dans les sociétés cotées<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> Dès lors, on comprend que même si la clause stipule que le promettant n'a pas à indiquer l'identité du bénéficiaire, la gêne de grande ampleur persiste. Par ailleurs, dans l'arrêt précité note 9 de la Cour d'appel de Paris en date du 14 mars 1990, le fait que la clause obligeât à communiquer l'identité du cessionnaire n'a pas suffi à retenir la qualification de clause d'agrément déguisée.

<sup>97</sup> Com. 15 févr. 1994, préc. note 10.

<sup>98</sup> Il faudrait alors se servir de la technique des actions de préférence, et créer conformément à l'ordonnance du 24 juin 2004, une catégorie d'actions dont la préférence consisterait en un droit de préemption. Sur la neutralisation de tels droits, *infra* n°18.

<sup>99</sup> D'ailleurs, rien n'empêche que ceux-ci prévoient un aménagement du bénéfice de la préemption pour un ou plusieurs actionnaires.

**15. Position.** Sans nier les difficultés d'application qui s'attachent à notre opinion<sup>100</sup>, nous voudrions conclure qu'il n'est pas impossible en droit des marchés financiers français qu'une société introduise dans ses statuts une clause de préemption statutaire, dès lors que celle-ci ne bénéficie qu'à certains actionnaires seulement, de façon à ce qu'elle ne puisse pas être assimilée à une clause d'agrément déguisée portant atteinte à la libre négociation des actions. En pratique toutefois, nos recherches de telles clauses de préemption dans les statuts de sociétés cotées en France se sont révélées infructueuses<sup>101</sup>. Cependant, puisque nous pensons qu'un droit de préemption statutaire peut être stipulé, sous les réserves émises plus haut<sup>102</sup>, des observations seront faites également quant au sort des clauses de préemption statutaires ; ainsi sous l'angle de la délimitation temporelle du jeu de la neutralisation des restrictions au transfert de titres, puis de l'analyse des clauses exclues.

II) Délimitation temporelle : les critères permettant de définir l'application dans le temps de l'article 11.

**16. Présentation.** La délimitation temporelle de l'application de la neutralisation permet d'aborder la question de l'application dans le temps de l'article 11. Cependant, cette délimitation du jeu de la neutralisation dans le temps est opérée en fonction de deux critères substantiels : l'un matériel, l'autre personnel.

**17. Application dans le temps. Distinction entre le droit de préemption statutaire et le droit de préemption extra-statutaire, selon la nature des parties à la clause.** L'article 11.2 opère, quant à son application dans le temps, une distinction selon que la restriction au transfert de titre figure ou non dans les statuts, mais aussi plus subtilement en fonction de l'identité des parties à la clause<sup>103</sup>. La neutralisation ne s'appliquera pas à toutes les clauses. Dès lors, selon le type de clause auquel se heurtera l'initiateur, l'offre publique en sera plus ou moins facilitée, et par la même, les objectifs de la directive plus ou moins atteints.

Lorsque la clause figure dans les statuts, la neutralisation prévue par la directive du 21 avril 2004 s'impose de manière rétroactive. L'article s'applique en effet à « toutes les

---

<sup>100</sup> Il faudra en effet résoudre deux questions principales : celle du seuil au-delà duquel une clause de préemption statutaire affecte la libre négociation et non plus la libre disposition, d'une part, et celle du régime de ces clauses (publicité...), d'autre part, la loi paraissant ne viser que les conventions extra-statutaires (L. 233-11 C.Com.).

<sup>101</sup> Recherche effectuée sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), le 12 avril 2005, à partir de décisions concernant les pactes d'actionnaires dans les sociétés appartenant au CAC 40, pactes à publier en vertu de l'article L. 233-11 C.Com.

<sup>102</sup> *Supra*, n°14.

<sup>103</sup> Sur le champ d'application de cette distinction, Voy. *infra*, n°20.

restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts » (art.11.2 al.1), et affecte donc des actes passés antérieurement au moment où il aura acquis force obligatoire<sup>104</sup>.

La rédaction de l’alinéa 2 est moins claire. Le caractère rétroactif paraît également toucher les accords extra-statutaires conclus entre la société et des détenteurs de titres (art.11.2 al.2). Cela peut probablement s’expliquer par la qualité du bénéficiaire du droit de préemption. Comme on l’a vu plus haut<sup>105</sup>, le mécanisme faciliterait un rachat par la société de ses propres actions, technique en elle-même efficace de lutte anti-OPA. En revanche, la neutralisation affectant « les restrictions au transfert de titres prévues dans les accords contractuels les détenteurs de titres de cette société », c’est-à-dire les pactes d’actionnaires classiques, ne s’appliquent qu’aux pactes conclus après l’adoption de la directive. (art.11.2 al 2).

Le membre de phrase « après l’adoption de la présente directive » semble en effet ne concerner que les pactes d’actionnaires, c’est à dire ceux conclus entre les détenteurs de titres de la société, et non aux conventions extra-statutaires liant des actionnaires et la société. Mais il est permis d’hésiter. Or, lorsqu’il y a un doute, il est possible de trancher en se reportant à la version originale de la directive, dans l’espoir que celle-ci résolve la difficulté. Précisément, l’article 11.2 alinéa 2 de la version anglaise de la directive étudiée permet de mieux comprendre la version française. En effet, l’article dispose que “Any restrictions on the transfer of securities provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities, *or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive*<sup>106</sup>, shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7(1)”.

Il apparaît ainsi, grâce à l’emploi de la virgule, que la loi ancienne concerne seulement les pactes d’actionnaires (conclus avant l’adoption de la directive 2004/25). Pour ce qui est des autres clauses de préemption déjà conclues, la directive est dotée d’un effet rétroactif. Enfin, bien entendu, la directive s’appliquera, sauf exceptions, à l’ensemble des clauses conclues après son adoption par les Etats membres.

**18. La date d’adoption de la directive ou l’étude des effets d’une directive en droit national.** Pour ce qui est des clauses de préemption extra-statutaires, c’est donc la date d’adoption de la présente directive qui sonnera la neutralisation des droits de préemption

---

<sup>104</sup> Sur l’application de la loi dans le temps, Voy. F. TERRE, *Introduction générale au droit*, Précis Dalloz, 5<sup>ème</sup> éd., 2001, n°439 et s., p. 467 et s.

<sup>105</sup> *Supra*, n°12.

<sup>106</sup> C’est nous qui mettons en italique.

postérieurement conclus, pendant les périodes définies ci-dessous<sup>107</sup>. Or, la date d'adoption de la directive n'est pas sa date d'entrée en vigueur<sup>108</sup>. Certes, dès sa publication au Journal Officiel de l'Union Européenne, la directive, comme le règlement, s'intègre à l'ordre juridique interne. Mais, ainsi que l'explique MM. les Professeurs Blumann et Dubouis, la directive ne produit pas, dès son entrée en vigueur, tous ses effets dans l'ordre juridique interne<sup>109</sup>. Elle nécessite une transposition dans cet ordre juridique, « opération par laquelle l'Etat membre destinataire d'une directive communautaire procède à l'adoption des mesures nécessaires à sa mise en oeuvre<sup>110</sup> ». Il faut donc s'en remettre à l'article 21 de la directive étudiée, qui concerne précisément *l'adoption* par les Etats membres des dispositions de la directive. Cet article précise que la transposition devra être intervenue au plus tard le 20 mai 2006. De deux choses l'une alors. Pour les Etats membres qui transposeront avant cette date, c'est la date de la transposition qui devra être prise en compte. Pour les Etats en retard, en revanche, seul un recours en manquement devrait pouvoir être intenté par la Commission (art. 227 Traité CE). En effet, il est fort peu probable que soit reconnu à la directive, à tout le moins à son article 11 sur la neutralisation, un effet direct, puisqu'un tel effet suppose que les dispositions du texte auxquelles il est attaché soient claires, précises, inconditionnelles et qu'elles ne laissent pas de marge d'appréciation au profit des autorités nationales<sup>111</sup>. Or, l'article 12 de la directive 2004/25 prévoit justement qu'il appartiendra aux Etats de choisir s'ils exigent l'application de l'article 11.

Notons au passage, pour ce qui serait des droits de préemption statutaires, que l'ordonnance du 24 juin 2004 aura vocation à s'appliquer<sup>112</sup>. Dès lors, des actions de préférence pourraient, à titre de préférence, prévoir un droit de préemption qui serait licite puisque par définition elles ne concerneront qu'une catégorie d'actionnaires<sup>113</sup>. Toutefois, de telles clauses, même introduites avant l'adoption par la France de la directive étudiée, tomberaient sous le coup de la neutralisation, celle-ci opérant rétroactivement pour les clauses statutaires, comme on l'a vu plus haut<sup>114</sup>.

Mais une telle distinction entre les types de clauses est-elle justifiée ?

---

<sup>107</sup> *Infra*, n° 55 et s.

<sup>108</sup> L'article 22 de la directive 2004/25 fixe l'entrée en vigueur de la directive au vingtième jour suivant celui de la publication de celle-ci au JOUE.

<sup>109</sup> C. BLUMANN et L. DUBOUIS, *Droit institutionnel de l'Union européenne*, Litec, 2004, n°548, p.341.

<sup>110</sup> D. SIMON, Rép. Dalloz droit communautaire, mai 1998, V° Directive, n°29.

<sup>111</sup> *Ibid.* n°45 et s.

<sup>112</sup> Le décret d'application est en effet paru. Voy. le décret n° 2005-112 du 10 février 2005 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales et relatif aux valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales.

<sup>113</sup> *Supra*, note 98.

<sup>114</sup> *Supra*, n° 16 et s.

**19. La pertinence des distinctions opérées.** La principale distinction est opérée selon la nature statutaire ou extra-statutaire des restrictions.

Pour ce qui est des pactes d'actionnaires, la survie de la loi ancienne est bienvenue et ne traduit finalement que le respect de la volonté contractuelle des parties au contrat<sup>115</sup>. En droit français, la règle de la survie de la loi ancienne est d'ailleurs le principe pour les situations juridiques en cours de nature contractuelle<sup>116</sup>. En effet, il est aisément compréhensible que les actionnaires qui ont conclu un pacte de préemption par le passé aient le droit au respect de leurs prévisions, au respect de leurs « droits acquis ». Certes, d'aucuns pourraient contester le fait qu'un droit de préemption confère un droit acquis. Cependant, rappelons que les clauses de préemption ne sont qu'un exemple de restriction au transfert de titres<sup>117</sup>. Surtout, le fait que le droit du bénéficiaire de la préemption ne se concrétise qu'en cas de cession par le débiteur n'empêche nullement de parler de droits acquis, puisque lorsque la cession est envisagée, le bénéficiaire du pacte a bien un droit à ce que celle-ci lui soit proposée en premier, droit qui fait partie intégrante de la stratégie du bénéficiaire. En revanche, le législateur est fondé à poser des règles pour les contrats à venir. L'inconvénient majeur d'une telle règle est que l'atteinte de ses objectifs par la directive (qui tend à favoriser l'initiateur au détriment des dirigeants) dépendra du caractère statutaire ou extra-statutaire des clauses de la société cible<sup>118</sup>, ce qui entraînera des disparités au sein même de la société cible.

En tout état de cause, on ne voit pas pourquoi le souci de la directive de respecter les prévisions des parties contractualisées dans un pacte d'actionnaire, ne s'est pas exprimé pour les clauses extra-statutaires impliquant la société ou même pour les clauses statutaires. D'ailleurs, pour ce qui est des droits de préemption statutaires, la tendance dans certains pays à soutenir une vision contractuelle de la société (par rapport à la vision institutionnelle), encourage le développement d'expressions comme celle de « pacte social » qui traduisent bien le fait qu'actionnaires et société sont parties à une sorte de contrat collectif<sup>119</sup>. En outre, la Cour de Justice des Communautés Européennes analyse les statuts comme un contrat<sup>120</sup> et

---

<sup>115</sup> M. GERMAIN, *La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition*, GPR (Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht), 3/03-04, p. 150 et s., spé. p. 151. L'auteur relève notamment le champ restreint de ce qu'il nomme « l'abstention de la directive ».

<sup>116</sup> F. TERRE, op. cit. note 104, n°450 p. 479.

<sup>117</sup> En ce sens, la neutralisation d'une clause d'inaliénabilité des titres porterait sans aucun doute atteinte aux droits acquis.

<sup>118</sup> Rappelons qu'en France, les droits de préemption dans les sociétés cotées sont en pratique extra-statutaires. *Supra* n°15.

<sup>119</sup> En ce sens, A. OUTIN-ADAM et S. BIENVENU, *Rapport GAILLY de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris*, RMCUE 2003, n°469, p. 387 et s., spé. p. 390.

<sup>120</sup> CJCE 10 mars 1992, *Rev. crit. dr. internat. privé*, juill.-sept. 1992, p. 528 et s., note H. GAUDEMET-TALLON.

la motivation mise en avant est dénuée de toute ambiguïté<sup>121</sup>, même si la Cour reconnaît quelques particularités dans le régime de ce pacte social<sup>122</sup>. Le législateur communautaire semble ici avoir pris un autre parti : soit il a considéré que la vision contractuelle de la société n'était plus à l'ordre du jour, soit il a estimé que l'objectif poursuivi, à savoir favoriser l'initiateur par rapport aux dirigeants, devait prévaloir sur l'ordre contractuel et la force obligatoire des contrats. Les restrictions statutaires au transfert de titres déjà en place lors de l'adoption de la directive seront donc privées de l'effet pour lequel elles avaient été prévues tout à fait légalement. Il nous semble donc que dans cette hypothèse également, il y a atteinte aux droits acquis ou à tout le moins atteinte aux prévisions des parties<sup>123</sup>.

Cette inégalité de traitement aurait pu être évitée par un alignement sur l'une ou l'autre solution. D'un côté, on aurait pu faire primer de manière générale la volonté contractuelle. D'un autre côté, de façon plus harmonieuse avec l'ambition de la directive de favoriser principalement l'initiateur face aux dirigeants de la cible, la directive aurait pu décider que les exigences de l'ordre économique justifient l'atteinte aux prévisions des parties.

**20. Conclusion sur une « demi-mesure » critiquable.** La neutralisation touchera donc toutes les clauses de préemption, sauf celles qui figurent dans des pactes d'actionnaires conclus avant l'adoption de la directive. Cette distinction, dont la justification peine à être trouvée, est mise en œuvre à l'article 11.2 pour la période d'acceptation de l'offre, mais s'applique aussi en cas de succès de l'offre. En effet, l'article 11.4, qui concerne la neutralisation au cours de cette seconde période, opère un renvoi à l'article 11.2.

C'est donc aux clauses exclues de la neutralisation, qui risquent fort d'être les plus nombreuses pendant quelques temps, qu'il faut maintenant s'intéresser brièvement.

---

<sup>121</sup> *Ibid.*, pt. 17 : « Afin de réaliser cet objectif [poursuite d'un intérêt commun par la constitution d'une société], chaque actionnaire est investi, vis-à-vis des autres actionnaires et des organes de la société, de droits et d'obligations qui trouvent leur expression dans les statuts de la société ». La Cour en déduit que « les statuts de la société doivent être considérés comme un contrat régissant à la fois les rapports entre les actionnaires et les rapports entre ceux-ci et la société qu'ils créent ».

<sup>122</sup> Quant au consentement, par exemple, un actionnaire peut se voir opposer une clause statutaire au sujet de laquelle il avait voté contre. Voy. très clairement, pt. 19 qui pose une présomption irréfragable de consentement pesant sur l'actionnaire qui adhère à la société. Ce serait d'ailleurs une des caractéristiques du contrat collectif.

<sup>123</sup> Il faut alors songer à des moyens de défense. On peut penser à la jurisprudence communautaire sur la protection de la confiance légitime (CJCE, Westzucker GmbH, 4 juill. 1973, 1-73, R. p. 723). Cet arrêt a en effet été rendu dans une hypothèse de rétroactivité ? La difficulté est qu'en matière de droit économique, une certaine atteinte au principe général de sécurité juridique semble être admissible. Voy. sur l'application dans le temps du droit communautaire, G. ISAAC, *L'entrée en vigueur et l'application dans le temps du droit communautaire*, in. Mélanges dédiés à Gabriel Marty, p.704 et s., spé. p. 718 et s., et les références citées.

## Section II : Les clauses exclues de la neutralisation.

**21. Problématique.** Plus les clauses exclues de la neutralisation seront nombreuses, plus la tâche de l'initiateur sera difficile. Or, leur nombre sera certainement loin d'être négligeable. En effet, les clauses extra-statutaires conclues avant l'adoption de la directive risquent de se multiplier : les parties voudront probablement anticiper l'application de la directive afin d'échapper à la neutralisation. En outre, il convient de se demander si les clauses visées pourraient se voir appliquer certaines dérogations. Ainsi, un travail de détermination des clauses exclues s'impose (I). Dès lors, si ces clauses échappent au champ d'application de la directive, c'est au droit commun qu'il reviendra de s'assurer qu'elles sont respectées (II).

I) La détermination des clauses exclues.

**22. Les clauses hors du champ d'application de la neutralisation.** Il résulte en creux de la délimitation temporelle de la neutralisation, que les clauses contenues dans des pactes extra-statutaires conclus entre détenteurs de titres sont exclues de la neutralisation. De même, l'article 11.7 prévoit certaines exemptions pour les titres détenus par les Etats ou émis par des sociétés coopératives, afin de tenir compte des spécificités de quelques Etats membres<sup>124</sup>. Ces exclusions n'appellent pas ici de plus amples commentaires.

Plus délicate en revanche est la question d'éventuelles dérogations au jeu de la neutralisation, parmi les clauses qui sont à première vue concernées, c'est-à-dire les clauses de préemption statutaires, les pactes extra-statutaires entre la société et un ou plusieurs actionnaires, ainsi que les pactes d'actionnaires qui seront conclus après l'adoption de la directive étudiée.

**23. Les clauses dans le champ d'application de la neutralisation mais pouvant éventuellement bénéficier de dérogations.** La directive repose sur le postulat qu'une offre publique d'acquisition est économiquement saine et profitable pour la société visée. Le texte admet pourtant que cela peut ne pas être le cas. Mais seuls les actionnaires peuvent en décider ainsi, non les dirigeants. Dès lors, deux causes pourraient expliquer le maintien de l'efficacité des droits de préférence statutaires comme extra-statutaires : l'intérêt de l'initiateur d'une part (A), l'intérêt de la société cible d'autre part (B).

---

<sup>124</sup> Voy. D. MUFFAT-JEANDET, art. préc. note 4, p. 463.

## A) Exclusions fondées sur l'intérêt de l'initiateur.

**24. Clauses de préemption défensives et clauses de préemption offensives.** La directive étudiée semble avoir exclusivement envisagé le cas des clauses de préemption que nous dirons défensives, c'est-à-dire celles destinées à rendre plus difficile le succès de l'offre publique, voire à faire échouer celle-ci<sup>125</sup>. C'est typiquement l'hypothèse du dirigeant qui conclut un pacte de préemption réciproque avec un autre dirigeant par exemple, chacun détenant un portefeuille d'actions important, sans pour autant que l'un ou l'autre soit majoritaire à lui seul, l'objectif étant pour chacun de conserver son poste. En effet, l'initiateur, sans le système mis en place par la directive, ne pourrait acquérir les actions de l'un d'entre eux, et ne pourrait donc avoir la mainmise sur la nomination et la révocation des membres du conseil d'administration ou de la direction, lors de l'assemblée générale suivant l'offre. Mais les schémas d'offre publique étant nombreux, on ne peut exclure l'hypothèse de clauses de préemption « offensives », conclues au profit de l'initiateur pour faciliter l'acquisition de titres, si les promettants veulent céder leurs actions.

**25. L'appréhension de la distinction par la directive.** Une lecture rapide de la directive pourrait donner à penser que la neutralisation des restrictions au transfert de titres est générale et s'appliquerait donc aussi aux clauses bénéficiant à l'initiateur. Mais ce serait en complète contradiction avec l'idée de favoriser l'initiateur face aux dirigeants. En réalité, comme on le verra plus bas<sup>126</sup>, il semble qu'il faille attacher toute son importance à l'expression « inopposable à l'offrant<sup>127</sup> ». Il apparaît ainsi en creux, que, dans l'hypothèse des clauses de préemption offensives, l'intérêt de l'initiateur pourrait faire obstacle au jeu de la neutralisation. Dès lors, il pourra bénéficier de la préemption : les restrictions sont inopposables à l'offrant certes ; si elles lui profitent, la neutralisation ne devrait pas jouer. De même, bien que l'article 11.4 se contente de dire qu'à l'issue de l'offre, les restrictions « ne s'appliquent pas », il faut probablement comprendre qu'elles ne s'appliquent pas, *si elles sont en défaveur de l'initiateur*<sup>128</sup>.

## B) Exclusions fondées sur l'intérêt de la société cible.

---

<sup>125</sup> Cette impression est confirmée par les travaux préparatoires, notamment les divers débats au Parlement européen.

<sup>126</sup> *Infra*, n°43 et s., spé. n°47.

<sup>127</sup> C'est nous qui mettons en italique.

<sup>128</sup> Une telle interprétation permettrait d'éviter au surplus l'application de l'article 11.5 sur laquelle on reviendra dans le second chapitre de cette étude, article en vertu duquel une indemnité est versée aux bénéficiaires des droits neutralisés.

**26. Problématique : articulation entre l'article 9 et l'article 11.** On aimerait ici procéder à une incursion rapide dans une autre disposition majeure de la directive, l'article 9. Celui-ci est destiné à protéger les actionnaires, et on peut se demander s'il pourrait profiter aux clauses de préemption « défensives ».

**27. Présentation succincte du principe de l'article 9.** L'idée de la directive, telle que clairement exprimée par Maîtres GRUMBERG et SERVAN-SHREIBER, est de « renforcer les prérogatives des actionnaires en matière d'adoption de défenses anti-OPA au détriment de l'organe d'administration ou de direction »<sup>129</sup>. En effet, l'article 9 prévoit que toute mesure destinée à faire échouer l'offre ne peut être prise qu'avec l'autorisation préalable de l'assemblée des actionnaires. C'est donc cette assemblée générale qui est seule maîtresse du destin de la société cible. Elle prendra sa décision en fonction de ce qu'elle pense être l'intérêt social, étant théoriquement à l'abri d'un conflit d'intérêts qui pèserait sur les dirigeants entre intérêt personnel (conserver son poste) et intérêt de l'entreprise (développement de la société)<sup>130</sup>. Ainsi, il n'est pas interdit à la société visée de se défendre, mais ce sont aux actionnaires de décider des mesures anti-OPA.

**28. Notion de défense anti-OPA.** Il s'agit donc avant tout de savoir ce que recouvre la notion de défense anti-OPA. Les moyens de défense anti-OPA peuvent être définis comme des mesures de protection mises en place préalablement au déclenchement d'une offre publique (par exemple les « poison pills ») ou décidées suite au lancement d'une offre publique hostile. Il existe tout un panel de techniques qu'il n'y pas lieu de reprendre ici<sup>131</sup>. Or, parmi ces mesures figurent des défenses contractuelles, à vocation essentiellement préventive, mais qui peuvent jouer en cours d'offre publique si un initiateur se manifeste malgré tout. C'est l'exemple des clauses de préemption, les principaux actionnaires pouvant s'accorder des droits de préférence réciproques. En droit positif, comme le note MM. CARREAU et MARTIN, « ces techniques seront de nature à dissuader l'initiateur de lancer une OPA en

---

<sup>129</sup> A. GRUMBERG et P. SERVAN-SHREIBER, *Défense anti-OPA. Adoption de la directive européenne sur les OPA et enjeux pour les entreprises françaises*, JCP E 2004, I, 1598.

<sup>130</sup> On mesure la différence avec l'article 231-36 du Règlement général de l'AMF qui autorise les dirigeants à prendre des mesures autres que de gestion courante sans l'accord de l'assemblée des actionnaires, sous réserve d'en informer l'AMF qui aura a un pouvoir « d'appréciation ». Toutefois, l'esprit est proche quant à la considération des mesures de défense. Celles-ci sont légitimes si elles respectent l'intérêt des actionnaires (T.com 16 mars 1992, RJC 1992, p. 209, note A. COURET) ou l'intérêt de la société (Paris, 15 mars 2000, Bull. Joly 2000, p. 625, note A. COURET). On retrouve alors le débat autour de ce concept flou qu'est l'intérêt social (*supra*, n°5).

<sup>131</sup> Pour un recensement des mesures, Voy. D. CARREAU et J.-Y. MARTIN, art. préc. note 12, p. 896 et s.

raison des aléas et des incertitudes auxquels il aura éventuellement à faire face<sup>132</sup> ». Mais si l'article 11 venait à être d'application obligatoire, l'initiateur n'aurait plus rien à craindre de telles clauses, qui seraient neutralisées.

**29. Un rapprochement en question.** La question qui se pose est alors de savoir si la majorité des actionnaires pourrait décider en assemblée générale de se défendre en faisant jouer les clauses de préemption, par exception donc à l'article 11. Serait ainsi volontairement décidé lors du dépôt de l'offre publique hostile, que les clauses de préemption ne seront pas neutralisées. Une telle possibilité s'avérerait notamment très intéressante pour les clauses extra-statutaires conclues entre la société et un actionnaire.

**30. Position.** La réponse devrait être plutôt négative, mais on pourra distinguer selon les parties à la clause de préemption.

En effet, l'article 9 se situe dans une logique organique de défenses mises en œuvre en période d'offre publique. Or, ni le pacte d'actionnaires ni la clause de préemption statutaire ne font intervenir les organes sociaux ; interviennent simplement un promettant et le ou les bénéficiaires qui agissent en tant qu'investisseurs en vertu d'un mécanisme de défense préventif. Ainsi, il y a plusieurs types de défenses anti-OPA. On peut distinguer celles qui font intervenir la société en tant que personne morale, et celles qui font intervenir ses membres en tant qu'individus. L'article 9 traite des premières, l'article 11 des secondes.

Ce raisonnement ne s'applique toutefois pas aux clauses de préemption dont l'une des parties est la société visée, puisque la décision de faire jouer la priorité paraît impliquer une résolution des organes sociaux. On se retranchera alors derrière un argument de texte. En effet, le sort des restrictions au transfert de titres a été clairement distingué des autres mesures de défense anti-OPA. Un article leur est consacré, et celui-ci ne fait pas la moindre allusion à une possible dérogation sur le fondement de l'article 9.

Plus simplement peut-être, le rapport WINTER témoigne de ce que l'article 9 s'intéresse aux défenses *post*-OPA et l'article 11 aux défenses *pré*-OPA<sup>133</sup>. Cependant, sans la neutralisation, la clause de préemption dite *pré*-OPA de par sa valeur dissuasive, aurait eu également vocation à être mise en œuvre après le déclenchement de l'offre, si le bénéficiaire de la priorité avait fait jouer celle-ci pour éviter que les titres, objets de la préférence, ne soient apportés à l'offre.

---

<sup>132</sup> Ibid., p. 901.

<sup>133</sup> Rapport WINTER, préc. note 30, p. 28 et s.

**31. Tempérament.** Néanmoins, un tempérament de taille doit être apporté à cette position en raison de l'article 12 de la directive 2004/25. En effet, celui-ci permet aux assemblées générales des sociétés soumises au droit d'Etats qui n'exigeraient pas l'application obligatoire de l'article 11, de faire le « choix réversible » d'appliquer ledit article. L'assemblée générale de la cible pourrait ainsi décider de neutraliser les clauses pour une opération (application de l'article 11), mais pas pour une autre<sup>134</sup>.

**32. Conclusion.** Outre les clauses exclues par la lettre de la directive, la neutralisation ne devrait pas s'appliquer non plus aux clauses qui bénéficient à l'offrant, ainsi que sur décision de l'assemblée générale des actionnaires, non pas dans le cadre de l'article 9 mais dans celui plus circonscrit de l'article 12. Il en résulte que ces droits de préemption conservent leur efficacité. Situés hors du champ d'application de la directive, leur violation est alors naturellement sanctionnée par le droit commun.

II) La sanction par le droit commun de la violation des clauses exclues.

**33. Intérêt de la question.** L'hypothèse est connue, mais il convient ici de rappeler les solutions en vigueur, dans la mesure où les clauses exclues, parce qu'elles ne seront pas neutralisées, devront être respectées. Dès lors, si un dirigeant bénéficiaire d'un tel droit de préemption ne peut en jouir parce que le promettant ne respecte pas la clause, il voudra faire sanctionner cette violation. Il convient d'analyser la sanction (A), puis de l'apprécier (B).

A) Analyse de la sanction.

**34. La violation des clauses statutaires.** Soit qu'il existe déjà des clauses de préemption statutaires dans les sociétés cotées, soit qu'il viendrait à en exister, il convient de dire un mot de la sanction qui s'attache à leur violation, dans l'hypothèse où elles ne seraient pas neutralisées. Or, la sanction est incertaine. Les auteurs qui se prononcent, semblent s'accorder pour dire que la sanction devrait être l'inopposabilité à la société et aux actionnaires de la

---

<sup>134</sup> Se pose alors la question de la mise en œuvre de cette possibilité. Faut-il considérer qu'une fois qu'elle a opté pour l'article 11, celui-ci est présumé s'appliquer par la suite et qu'il faut un vote en sens contraire pour « neutraliser la neutralisation » ou que l'article 11 est toujours présumé non applicable, sauf vote contraire de l'assemblée générale, l'Etat membre n'ayant pas opté? L'expression de « choix réversible » incite à soutenir la première branche de l'alternative. Mais la hiérarchie des normes ferait pencher pour la seconde.

cession intervenue en violation de la clause<sup>135</sup>. En pratique cependant, c'est la question de la sanction du respect des clauses extra-statutaires qui se posera le plus souvent.

**35. La violation des pactes de préférence. La solution idéale.** L'intérêt du pacte de préférence réside dans la priorité octroyée. Dès lors, la meilleure sanction consisterait à déclarer la cession inopposable au bénéficiaire et à procéder à une substitution du bénéficiaire dans les droits du tiers, à tout le moins lorsque celui-ci est de mauvaise foi, c'est-à-dire complice de la violation du pacte. La solution retenue par la Cour de cassation n'est pourtant pas celle là, ce qui constitue pour beaucoup d'auteurs une importante limite, voire un « obstacle » à l'efficacité du pacte<sup>136</sup>.

**36. La position jurisprudentielle.** Le non-respect du pacte expose le promettant à une condamnation à des dommages-intérêts sur le fondement de l'article 1142 du Code Civil au terme duquel « toute obligation de faire ou de ne pas faire se résout en dommages et intérêts, en cas d'inexécution de la part du débiteur<sup>137</sup> ». La Cour de cassation refuse donc de prononcer la substitution<sup>138</sup>, et ce, même en cas de fraude<sup>139</sup>. Tout au plus en cas de collusion frauduleuse, elle accepte de prononcer la nullité de la cession<sup>140</sup> en vertu de l'adage classique *fraus omnia corrumpit*. Les parties seront alors dans la situation où elles se trouvaient avant la cession qui sera réputée ne jamais être intervenue. En tout état de cause, la chambre commerciale de la Haute Juridiction considère que le bénéficiaire ne peut agir en responsabilité contre le tiers acquéreur, au motif que le pacte crée un droit personnel à l'encontre du seul souscripteur du pacte, le tiers ne pouvant alors se voir reprocher l'inexécution d'un contrat auquel il n'est pas partie<sup>141</sup>. Pourtant, si conformément au principe

---

<sup>135</sup> En ce sens, J. MESTRE, *Sociétés commerciales*, Lamy, 2002, n°4373 *in fine*. Adde, M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, Litec, 17<sup>ème</sup> éd., 2004, n°700, p. 318.

<sup>136</sup> A. VIANDIER, *op.cit.* note 14, n°604, p. 108.

<sup>137</sup> La solution serait sans doute différente si la cession au tiers était intervenue après que le bénéficiaire eut fait jouer sa priorité, la vente étant alors déjà conclue avec ce dernier.

<sup>138</sup> Au sujet d'une vente immobilière, Civ. 3<sup>ème</sup> 30 avril 1997, RTD Civ. 1997, p. 673, obs. P. JOURDAIN, p. 685, obs. P.-Y. GAUTIER. Voy. déjà Civ. 1<sup>ère</sup> 4 mai 1957, Bull. Civ., I, n° 197.

<sup>139</sup> Comp. Com. 7 mars 1989, JCP 1989, II, 21316, obs. Y. REINHARD où la Cour casse (partiellement) l'arrêt des juges du fond au motif que ceux-ci ont prononcé la substitution sans avoir retenu que l'acquisition par le tiers résultait d'une « collusion frauduleuse entre le cédant et le cessionnaire ». L'arrêt semble opérer un revirement par rapport à une décision de la même chambre (Com. 27 mai 1986, RTD Civ. 1987, p. 88, obs. J. MESTRE) où la Haute Juridiction retenait la thèse de la permanence de la volonté (le promettant « avait manifesté sa volonté de ne pas vendre au bénéficiaire les parts promises »). Mais selon l'expression de M. le Professeur MAZEAUD, à propos de l'arrêt de 1989, ce « frémissement jurisprudentiel ne doit pas trop faire illusion » (D. MAZEAUD, *La responsabilité du fait de la violation d'un pacte de préférence*, GP, 3 févr. 1994, Doctrine, p. 210, spé. n°19).

<sup>140</sup> Civ. 3<sup>ème</sup> 24 juin 1998, RJDA 10/1998, n° 1090, et récemment, Com. 7 janv. 2004, préc. note 10.

<sup>141</sup> Civ. 3<sup>ème</sup> 24 mars 1999, RTD Civ. 1999, p. 627, note P. JOURDAIN (en l'espèce, la mauvaise foi des tiers a été jugée non établie alors même que le pacte avait été publié conformément aux dispositions en vigueur sur la publicité foncière). Adde, très critique, P.-Y. GAUTIER, *ibid.*, p. 644.

de l'effet relatif des conventions posé par l'article 1165 du Code Civil il ne peut y avoir d'action de nature contractuelle, il y a parfaitement place pour une action de nature délictuelle lorsque le tiers se rend complice de la violation d'un contrat. Tout contrat constitue en effet à l'égard des tiers un fait juridique qui leur est opposable<sup>142</sup>. Lorsque le pacte a été publié, M. le Professeur MAZEAUD suggère ainsi d'ouvrir une action délictuelle contre le tiers, même en l'absence de collusion frauduleuse<sup>143</sup> -la cession ne sera alors pas annulée- le tiers commettant en effet une faute en concluant la cession sans se renseigner sur l'intention du bénéficiaire de la préférence<sup>144</sup>. Plus fondamentalement, c'est le refus même de l'exécution forcée en nature qui a été critiqué.

#### B) L'appréciation de la sanction.

**37. L'appréciation des solutions.** La sanction retenue par la Cour de cassation au sujet de la violation des clauses extra-statutaires peut être critiquée. Mais cette critique devra être mesurée, pour laisser place à l'étude de la mise en œuvre de cette jurisprudence en droit des marchés financiers.

**37 bis. La critique classique.** La solution peut être critiquée. En effet, si le promettant choisit ainsi de limiter sa liberté ultérieure de disposer, et donc de contracter, ce n'est précisément que l'expression du principe de liberté contractuelle. La force obligatoire du contrat découle donc de la volonté des parties. Or, le bénéficiaire peut ne pas être satisfait par une réparation en dommages-intérêts, car cela ne lui confèrera pas le bénéfice attendu du contrat. Certes, les dommages-intérêts ne doivent pas être vus ici dans une logique de responsabilité civile mais comme une réparation par équivalent. Toutefois, et cela traduit bien le sentiment des personnes lésées, « l'exécution par équivalent n'est pas l'équivalent de l'exécution<sup>145</sup> ». Surtout, la motivation juridique des arrêts serait, pour certains, contestable. En effet, le comportement du promettant équivaut à une rétractation du consentement donné, rétractation qui ne porte pas ici, comme dans la promesse de vente, sur la cession elle-même, mais sur la priorité à accorder au bénéficiaire. Or, sauf à soutenir une conception de la force obligatoire fondée sur la permanence de ce consentement, celui-ci, une fois donné, est irrévocable. Pour reprendre la terminologie employée par le M. le Professeur ANCEL, indépendamment de la

---

<sup>142</sup> On peut aussi expliquer ce point en s'appuyant sur le système développé par M. le Professeur P. ANCEL dans son article intitulé *Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat*, RTD Civ. 1999, p. 771 et s. spé. p. 774.

<sup>143</sup> Sur la notion de collusion frauduleuse, *infra*, n°35, *in fine*.

<sup>144</sup> D. MAZEAUD, art. préc. note 139, spé. n°20.

<sup>145</sup> D. MAZEAUD, *Exécution des contrats préparatoires*, RDC 2005, n°1, p.61, spé. n°14.

mise en œuvre du « contenu obligationnel » du contrat, ce dernier donne naissance à une norme juridique obligatoire qui s'impose aux parties comme aux tiers. Cette force obligatoire n'est en définitive que l'expression de l'irrévocabilité unilatérale du contrat, en application de l'article 1134 alinéa 2 du Code civil<sup>146</sup>. En outre, à la différence de l'hypothèse des promesses de cession d'actions, le promettant dans le pacte de préférence ne manifeste pas son intention de ne pas ou de ne plus contracter, mais au contraire, il décide de céder, remplissant la condition nécessaire à l'octroi d'une priorité au bénéficiaire<sup>147</sup>. Quand bien même on analyserait le comportement du souscripteur de la préemption en la violation d'une obligation de faire, l'exécution forcée en nature n'est pas impossible<sup>148</sup>, si l'on suit une jurisprudence qui, depuis longtemps, semble n'appliquer littéralement l'article 1142 qu'aux hypothèses où l'exécution forcée supposerait une contrainte physique par exemple<sup>149</sup>. Comme le montre un auteur, « l'articulation entre le principe et l'exception a été inversée »<sup>150</sup>. Les partisans de l'exécution forcée en nature se réjouiront donc d'un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 21 décembre 2001<sup>151</sup> qui pose que l'article 1142 du Code Civil ne fait pas obstacle à l'exécution forcée en nature des dispositions du pacte d'actionnaires en cause, lorsqu'aucune impossibilité matérielle, juridique ou morale n'est constatée. Toutefois, en l'espèce il n'était pas question de substitution mais simplement de transfert forcé en vertu du pacte d'actionnaires, la condition dont les parties avaient contractuellement convenu pour un tel transfert étant remplie.

**37 ter. Une critique à mesurer.** Néanmoins, il convient de rester mesuré dans la critique. Certes, la substitution apparaît bien comme la sanction la plus adaptée en ce que concrètement, elle assure au dirigeant qui avait conclu le pacte comme mesure anti-OPA, de se retrouver dans la même situation que si celui-ci avait été exécuté correctement. Mais ce serait une erreur d'affirmer que la violation n'est pas sanctionnée, ou que le contrat se trouve dépourvu de force obligatoire. Ainsi que le rappelle Mme le Professeur FABRE-MAGNAN, les dommages-intérêts sont bien une sanction. Certains dénoncent certes leur caractère faiblement dissuasif : ces dommages-intérêts se rapprocheraient alors d'une clause de dédit à titre onéreux, permettant l'inexécution contre une somme d'argent. L'auteur souligne

---

<sup>146</sup>A ce sujet, Voy. D. MAZEAUD, note sous Civ. 3<sup>ème</sup> 15 déc. 1993, JCP 1995, II, 22366 et l'article précité note 139, n°9.

<sup>147</sup> En ce sens, P. JOURDAIN, obs. sous Civ. 3<sup>ème</sup> 30 avr. 1997, art. préc. note 138, p. 674.

<sup>148</sup> Ibid., pour qui le promettant souscrit une « obligation -de faire- de consentir au bénéficiaire une offre de vente aux conditions de celle faite aux tiers ».

<sup>149</sup> Civ. 14 mars 1890, D. 1900.1.497 (affaire du peintre Whistler).

<sup>150</sup> J.-P. DESIDERI, *La préférence dans les relations contractuelles*, thèse, Aix-Marseille 3, 1997, n°684.

<sup>151</sup> Paris, 21 sept. 2001, Bull. Joly 2002, p. 509, note H. LE NABASQUE.

cependant qu'il appartient au juge de les rendre dissuasifs<sup>152</sup>. Toutefois, le juge devra veiller à ne pas conférer aux dommages-intérêts un caractère punitif<sup>153</sup>, incompatible avec le principe français de réparation intégrale du dommage récemment rappelé par la Haute Juridiction<sup>154</sup> : le juriste prend alors la mesure de la difficulté à tracer cette insaisissable frontière entre le dissuasif et le punitif. Par ailleurs, la question de la réparation pose celle préalable et délicate de l'évaluation du dommage subi<sup>155</sup>. Or, un arrêt exige assez clairement la démonstration d'un préjudice. Ainsi, la Cour de cassation a refusé d'octroyer une réparation pour violation d'un pacte de préemption à des bénéficiaires qui, au moment de la violation du pacte, cherchaient eux-mêmes à céder leurs actions<sup>156</sup>. Plus globalement, Mme le Professeur VINEY note une certaine tendance de la Cour de cassation à pratiquer un système de réparation sur la base de l'intérêt négatif connu en droit allemand, en vertu duquel le gain manqué n'est pas réparé<sup>157</sup>.

**37 quater. La mise en œuvre de la sanction dans les sociétés cotées.** La Haute Juridiction ne semble pas prête à faire évoluer sa jurisprudence. En toute rigueur cependant, il convient de noter que la jurisprudence qui refuse la substitution émane de la troisième Chambre civile de la Cour de cassation et a été rendue en matière immobilière. En matière de cession d'actions, on a vu que la Chambre commerciale semblait moins réticente à admettre une telle substitution en cas de collusion frauduleuse<sup>158</sup>. Mais c'est la solution de la troisième Chambre civile qui est présentée comme le principe. Il faut donc se demander comment celle-ci peut s'appliquer en droit des marchés financiers. En effet, il ne serait pas interdit de penser, qu'en pratique, la sanction sera toujours la nullité, puisque les pactes de préemption sont pour l'essentiel publiés<sup>159</sup>. Il s'agit alors de savoir si cette publication peut suffire à constituer le tiers de mauvaise foi. La réponse semble devoir être négative. En effet, la jurisprudence exige

---

<sup>152</sup> M. FABRE-MAGNAN, *Le mythe de l'obligation de donner*, RTD Civ. 1996, p. 85 et s., spé. p. 103.

<sup>153</sup> L'évaluation des dommages-intérêts punitifs se fait en fonction de la gravité de la faute et non pas de la seule importance du préjudice.

<sup>154</sup> Com. 30 nov. 2004, Bull. Joly 2005, p. 497 et s. La Haute Juridiction relève que la Cour d'appel a accordé réparation intégrale du préjudice. Sur la qualification de ce préjudice en perte de chance, *infra* n°82 bis.

<sup>155</sup> Voy. F.-D. POITRINAL, *op. cit.* note 12, n°9, p. 25 et s., spé. p. 26. L'auteur suggère l'introduction d'une clause pénale.

<sup>156</sup> Com. 9 avr. 2002, D. 2002, I.R., p. 1469. *Adde*, sur cet arrêt, C. ZARIFIAN, *A la recherche de l'efficacité perdue des pactes de préférence extra-statutaires*, GP 26 et 27 mai 2004, p. 4 et s. spé. p. 8.

<sup>157</sup> G. VINEY, *L'appréciation du préjudice*, Cycle de conférences « Droit, Economie, Justice » 2004, éd. droit-in-situ. L'auteur cite l'affaire Manoukian (Com. 26 nov. 2003) au sujet de la rupture de pourparlers et envisage son application aux ruptures de promesse de contrat.

<sup>158</sup> *Supra*, note 139. *Adde*, pour une interprétation similaire, D. MARTIN et L. FAUGEROLAS, *Les pactes d'actionnaires*, JCP G 1989, I, 3412. De manière incidente, Voy. Paris, 14 mars 1990, JCP E 1991, I, 49, note M. JEANTIN.

<sup>159</sup> Art. L. 233-11 C. Com. Voy. *Infra*, n°50 et s. Un auteur suggère également une mention du pacte extra-statutaire dans les statuts de la société afin de faciliter la charge de la preuve de la connaissance du pacte par le tiers, qui pèse sur le bénéficiaire. Voy. D. POITRINAL, *op. cit.* note 12, n°9, p. 25 et s., spé. p. 26. Mais cette seule mention ne devrait pas avoir pour effet de faire du pacte une convention statutaire.

pour prononcer la nullité une véritable collusion frauduleuse avec le promettant, c'est-à-dire la connaissance par le tiers non seulement de l'existence de la clause, mais encore de l'intention du bénéficiaire de s'en prévaloir<sup>160</sup>.

**38. Conclusion.** L'exécution forcée en nature du pacte étant à l'heure actuelle rejetée par la Cour de cassation, le promettant pourrait donc passer outre et apporter ses actions à l'initiateur, s'exposant alors à une exécution par équivalent, peu dissuasive en l'état de la jurisprudence, et surtout non satisfaisante pour le dirigeant qui tentait, par le biais du pacte, d'assurer autant que possible<sup>161</sup> son poste. Toutefois, le juge pourrait présumer que le tiers initiateur n'a pas pu ignorer l'intention du dirigeant bénéficiaire de la préemption de s'en prévaloir. Cette intention en période d'offre publique est en effet très probable ; en outre, l'hypothèse met en présence des professionnels qui ne peuvent ignorer les enjeux politiques et économiques des OPA et des moyens de défense. A tout le moins, le juge pourrait voir dans cette qualité de professionnel ou d'homme d'affaires, un indice de connaissance de cette intention. Les deux éléments exigés par la jurisprudence pour établir la collusion frauduleuse seraient alors réunis. A défaut d'obtenir une substitution dans les droits du tiers, le bénéficiaire aurait au moins la satisfaction de voir la cession annulée. Si le promettant persiste dans sa volonté de céder, il devrait alors respecter le pacte.

---

<sup>160</sup> Par ex. Civ. 3<sup>ème</sup> 26 oct. 1982, Bull. Civ., III, n°208. Même sens, Civ. 3<sup>ème</sup> 10 févr. 1999, Bull. Civ., III, n°37.

<sup>161</sup> Il convient de rappeler, à ce sujet, le principe de révocabilité *ad nutum* des membres du conseil d'administration d'une société anonyme (L. 225-18 et L. 225-105 C. Com.).

## Conclusion sur le Chapitre I

**39.** La neutralisation fulminée par la directive touche donc toutes les restrictions statutaires au transfert de titres, les restrictions extra-statutaires qui impliquent la société visée, ainsi que les pactes d'actionnaires dès lors, pour ces derniers seulement, qu'ils sont conclus après l'adoption de la directive. Les dispositions de l'article 11 de la directive 2004/25 qui ont trait à l'ensemble de ces clauses devraient être considérées par le législateur. D'une part en effet, même s'il décidait de ne pas rendre obligatoire l'application de l'article 11, faculté devra être laissée à chaque société de l'appliquer volontairement, ce qui nécessite donc sa transposition. D'autre part, il a été démontré que les statuts de sociétés cotées en France pouvaient vraisemblablement contenir des clauses de préemption, dès lors que celles-ci ne concernaient qu'un nombre restreint d'actionnaires, de façon à ce que seule la libre disposition des actions soit limitée, sans qu'il soit porté atteinte au principe de libre négociation des actions.

Toutefois, demeurera un grand nombre de clauses exclues de la neutralisation. En effet, outre les pactes d'actionnaires conclus avant la transposition de la directive qui sont hors le champ d'application de la neutralisation, certaines clauses, statutaires comme extra-statutaires, qui entrent dans le champ de la neutralisation, devraient pouvoir bénéficier de certaines dérogations, essentiellement fondées sur l'intérêt de l'initiateur. Dès lors, elles échappent à la neutralisation et doivent être respectées à peine de sanction par le droit commun des obligations, bien que ces sanctions puissent être améliorées. Ainsi, la neutralisation joue comme une sorte d'autorisation légale de non respect des clauses de préemption.

Il faut donc s'intéresser maintenant plus précisément à la manière de la mettre en oeuvre.

## Chapitre II : La mise en œuvre de la neutralisation

**40. Annonce.** La mise en œuvre de la neutralisation est évidemment la question essentielle qui se pose, après avoir délimité le champ d'application de celle-ci. Cela implique notamment de savoir si elle joue à l'égard de tous, comment elle est sanctionnée ou encore quelle compensation est offerte au bénéficiaire des droits supprimés et qui en sera le débiteur. Or, il s'agit de problèmes souvent complexes. En effet les questions obligent, une fois imprégné des exigences communautaires, à envisager les difficultés d'application ou l'articulation avec le droit commun. Par ailleurs, la directive 2004/25, directive cadre, laisse souvent une large marge d'appréciation aux Etats membres, celle-ci s'ajoutant parfois à des incertitudes sur la signification même du texte. En transposant, le législateur devra donc veiller à apporter, dans la mesure du possible, les précisions nécessaires à une bonne application tant de la neutralisation elle-même (Section I) que de la contrepartie prévue pour compenser le préjudice subi par le bénéficiaire de la clause de préemption neutralisée, à savoir une indemnisation équitable (Section II). Ce que l'on dira vaudra, sauf distinctions expresses, tant pour les clauses statutaires que pour les clauses extra-statutaires de préemption dès lors que ces dernières sont conclues après l'adoption de la directive. Mais étant donné que les pactes d'actionnaires seront vraisemblablement toujours les plus nombreux dans les sociétés cotées, ce sont ces derniers qui serviront surtout d'exemple.

## Section I : L'application de la neutralisation.

**41. Annonce.** L'étude de la mise en œuvre de la neutralisation suppose d'étudier d'une part quels sont les effets de l'article 11.2 (et 11.4) (I) et d'autre part les périodes pendant lesquelles cette neutralisation prend effet (II).

I) Les effets de la neutralisation.

**42. Intérêt de la question.** Assez curieusement, la directive ne définit pas clairement la notion de neutralisation. En conséquence, il faut en premier lieu tenter d'identifier plus précisément la nature juridique de la neutralisation à partir de l'étude de ses effets (A). En second lieu, on essaiera de savoir comment les effets de cette neutralisation s'articulent avec un point particulier du droit des marchés financiers, à savoir l'exigence d'une publicité des pactes de préférence, dont la sanction prévue par l'article L. 233-11 du Code de commerce consiste en une suspension des effets de la clause (B).

A) De l'observation des effets à l'identification de la nature de l'institution.

**43. Explication d'une démarche inversée.** La perception intuitive de ce qu'est la neutralisation ne suffit plus à ce stade des développements<sup>162</sup>. Le législateur devra rattacher la neutralisation à une institution mieux connue du droit français, afin d'assurer une certaine sécurité juridique. Or, classiquement, le juriste part des faits observés pour les qualifier, c'est-à-dire pour en déterminer la nature juridique, afin de les classer dans une catégorie juridique à laquelle sera attaché un régime juridique<sup>163</sup>. Ici au contraire, l'étude aura pour point de départ les éléments de régime donnés par la directive que l'on essaiera de rapprocher d'une institution connue du droit français.

**44. La terminologie employée par la directive.** A première vue, nos doutes pourraient sembler superflus. En effet, l'article 11.2 dispose que les restrictions au transfert de titres sont inopposables à l'offrant. Mais la lecture de l'ensemble de la directive atténue quelque peu l'apparente évidence de la réponse à la question posée. Ainsi, le considérant 19 évoque les droits « supprimés ou suspendus »<sup>164</sup>, le considérant 21 des restrictions rendues

---

<sup>162</sup> Ainsi que l'a souligné M. le Professeur GERMAIN, le terme de neutralisation, intitulé de l'article 11 de la directive 2004/25, ne couvre pas tous les moyens de défense neutralisés envisagés par ledit article. Voy. M. GERMAIN, art. préc. note 115, p. 151. *Adde*, D. MUFFAT-JEANDET, art. préc. note 4, p. 462.

<sup>163</sup> F. TERRE, *op. cit.* note 104, n°364, p. 376 et s., spé. p. 377.

<sup>164</sup> Le considérant ne semble pas faire de distinction selon la nature des restrictions.

« inopérantes » par les dispositions de la directive, l'article 6, les droits « supprimés ». Surtout, au sein même de l'article 11, trois expressions différentes sont utilisées : outre le terme « inopposables » (art. 11.2), le lecteur rencontre « les restrictions (...) ne s'appliquent pas » (11.4), et les « droits sont supprimés » (art. 11.5)<sup>165</sup>.

**45. Analyse et distinctions : des diverses mesures envisageables au choix de l'institution la plus probable.** La difficulté provient du fait que ces termes renvoient à des institutions telles que la nullité, l'inopposabilité ou la déchéance, qui en droit civil sont différentes.

Associer inopposabilité d'un acte et suppression des droits<sup>166</sup> paraît en effet délicat, de même qu'amalgamer suppression et suspension. Certes, en fait, le bénéficiaire de la clause de préemption n'aura pu faire jouer sa préférence dans aucun des cas. Mais en droit, dire que ses droits ont été supprimés, suspendus ou rendus inopposables à l'offrant, n'est pas la même chose.

En effet, si on retient que l'inopposabilité « se dit, par opposition à acte annulé, d'un acte en lui-même maintenu mais dont les effets sont neutralisés à l'égard d'une personne qui est en droit de ne pas en souffrir, à charge de faire déclarer en justice la circonstance (...) qui justifie cette neutralisation<sup>167</sup> », on comprend que l'inopposabilité n'entraîne pas, contrairement à la nullité, l'anéantissement, la « suppression », d'un acte ou d'un droit.

Quant à la déchéance, définie comme la « perte du droit d'agir ou du bénéfice d'un acte<sup>168</sup> », elle engendre la paralysie d'un droit, et en ce sens sa neutralisation. En effet, le bénéficiaire de la préemption ne pourra alors se prévaloir de son droit à une priorité en cas de volonté par le promettant de céder ses titres. De plus, la déchéance peut n'être que temporaire. Il serait donc possible de parler de « suspension » des droits, pendant les périodes visées par la directive. Mais deux arguments paraissent devoir écarter cette solution. D'une part, il y a dans l'institution qu'est la déchéance, l'idée de la sanction d'une faute, d'une déloyauté, qui n'a pas sa place en matière de clauses de préemption, puisque les parties au pacte peuvent en

---

<sup>165</sup> Or, sur ce point, la version anglaise de la directive ne nous aide pas beaucoup. Simplement, à la place du concept d'inopposabilité, l'article 11.2 prévoit que les restrictions « *shall not apply* ».

<sup>166</sup> La combinaison est possible entre nullité et inopposabilité, puisque les effets d'un acte nul peuvent être inopposables à un tiers. Ainsi que le note BASTIAN, la nullité s'attaque à l'acte, l'inopposabilité aux effets de cet acte. Voy. D. BASTIAN, *Essai d'une théorie générale l'inopposabilité*, thèse, Paris, Sirey 1929, p. 11 et s. Mais notre hypothèse est différente. Il s'agit de dire ici que le droit de préemption ne peut être en même temps nul (« supprimé ») et inopposable.

<sup>167</sup> Vocabulaire juridique, dir. G. CORNU, association Henri Capitant, éd. « Quadrige » 2000, PUF, V° Inopposabilité.

<sup>168</sup> Vocabulaire juridique, op. cit. note 167, V° Déchéance.

principe le conclure et s'en prévaloir sans difficulté<sup>169</sup>. D'autre part, l'effet principal de la déchéance joue *inter partes* : Primus ne peut se prévaloir du droit qu'il a contre Secundus. Tout au contraire, l'inopposabilité implique de se placer du point de vue des tiers, cependant qu'entre les parties, le lien juridique n'est pas affecté : Primus peut se prévaloir du droit qu'il a contre Secundus, mais ce droit n'est pas opposable à Tertius qui peut l'*ignorer* et *faire comme* s'il n'existait pas.

**47. Solution proposée.** Là semble résider la clef permettant de surmonter le flou de la terminologie communautaire. En effet, la directive se place essentiellement du point de vue de l'offrant, par rapport aux dirigeants de la cible, bénéficiaires d'un droit de préemption<sup>170</sup>. Ainsi, la solution à retenir serait bien celle qui découlerait de l'article 11.2. qui dispose que les restrictions sont « inopposables à l'offrant <sup>171</sup> ». Lorsque la directive utilise les termes de « suspendus » ou de « supprimés », elle décrirait donc la situation du point de vue de l'offrant. Mais entre les parties, la clause de préemption demeure. La distinction est importante : ce sont les seuls effets de l'acte qui sont touchés par l'inopposabilité et uniquement dans la mesure où ils pourraient préjudicier au tiers que l'on veut protéger, en l'espèce l'offrant<sup>172</sup> par rapport aux dirigeants. Ainsi, ce n'est pas que le bénéficiaire ne peut se prévaloir de son droit de priorité contre le promettant, c'est qu'un tel droit n'est pas opposable au tiers initiateur de l'offre.

Par ailleurs, si la directive avait voulu que la nullité soit retenue, il aurait fallu qu'elle le spécifie. Au contraire ici, la lecture de l'ensemble de la directive n'accrédite pas une telle hypothèse<sup>173</sup>. En dépit du terme « supprimé », qui peut faire douter un instant, le terme de « neutralisation » n'est pas synonyme de « l'anéantissement rétroactif » qu'entraînerait la nullité, et qui serait la neutralisation poussée à son paroxysme.

La solution la plus raisonnable consiste donc à s'en tenir à l'inopposabilité.

---

<sup>169</sup> La déchéance en droit des contrats se trouve spécialement dans les contrats de prêt (déchéance du droit aux intérêts pour défaut d'information prévue à l'article L.313-22 du Code Monétaire et Financier), ou de cautionnement (hypothèse où le banquier fait souscrire un cautionnement disproportionné à la caution, prévue à l'article L. 341-4 du Code de la consommation).

<sup>170</sup> Le considérant 19 de la directive 2004/25 précise d'ailleurs que « les Etats membres devraient prendre les mesures nécessaires pour donner à l'offrant la possibilité d'acquérir un intérêt majoritaire dans d'autres sociétés ».

<sup>171</sup> On serait proche alors du système retenu par l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF qui dispose que « sauf quand elle résulte d'une obligation législative, aucune clause d'agrément statutaire d'une société visée ne peut être opposée à l'initiateur d'une offre publique pour les titres qui lui sont apportés dans le cadre de son offre ».

<sup>172</sup> Sur l'intérêt protégé par l'inopposabilité, Voy. D. BASTIAN, op. cit. note 166, p. 355.

<sup>173</sup> On ne dit pas ici que la solution de la nullité eût été sans fondement. Voy. *infra*, n°84.

**48. Conséquences pratiques.** On peut prendre un exemple pour mieux comprendre, et ce, à partir d'une neutralisation durant la période d'acceptation d'une offre publique. Soit une clause de préférence conclue entre deux actionnaires importants d'une société. Celle-ci vient à être visée par une offre publique (par hypothèse hostile), l'initiateur souhaitant notamment acquérir les titres objets du pacte. En application de la directive, les restrictions au transfert de titres sont inopposables à l'offrant. Dès lors, si le promettant manifeste l'intention de céder ses titres, il pourra le faire au profit de l'initiateur. Mais c'est bien la clause de préemption qui est neutralisée à l'égard de l'initiateur, et non pas l'éventuelle cession intervenue conformément à cette clause<sup>174</sup>. Il apparaît alors que la liberté du promettant est retrouvée mais il s'agit sans doute d'une liberté seulement partielle : on l'a vu, le pacte demeure entre les parties. Ainsi, un choix s'offre au promettant qui veut se dessaisir de ses actions, choix fondé sur l'idée que, vis-à-vis de l'initiateur qui souhaite acquérir, il retrouve sa liberté contractuelle de choisir son contractant :

- soit le promettant décide de céder les actions à l'initiateur : il le peut parfaitement, et cela paraît d'ailleurs être la raison même de la neutralisation.
- soit il veut céder à un tiers autre que l'initiateur : à notre avis, le droit de préemption a alors vocation à jouer, et le bénéficiaire pourrait faire valoir son droit de priorité. En effet, l'inopposabilité de la clause semble ne jouer qu'au profit de l'offrant.
- soit le promettant qui a retrouvé sa liberté décide malgré tout de céder au bénéficiaire : en effet, on a vu que seule la clause était déclarée inopposable, non pas la cession intervenue en exécution de celle-ci. Cela ne devrait donc pas empêcher une exécution volontaire<sup>175</sup>. Le débat portera alors sur la preuve que la cession s'est faite avec le plein consentement du promettant.

**49. Conclusion.** La neutralisation joue donc comme une inopposabilité de la priorité conférée par la clause de préemption, mais seulement au bénéfice de l'offrant. Se pose alors la question de l'articulation entre cette neutralisation et la sanction par le droit positif des marchés financiers des pactes non publiés, sanction qui consistera en une suspension des effets du pacte de préemption non publié.

---

<sup>174</sup> On mesure la différence avec la sanction souhaitée de la cession intervenue en violation d'un pacte de préférence, où c'est la cession elle-même que le bénéficiaire aurait voulu voir déclarée inopposable à son égard.

<sup>175</sup> En déclarant la *cession* elle-même inopposable l'offrant, la mesure aurait été autrement plus efficace.

B) L'articulation de la neutralisation avec la sanction en France des pactes non publiés.

**50. Hypothèse.** La question de l'articulation avec la sanction des pactes non publiés n'aura de sens que pour les pactes d'actionnaires conclus après l'adoption de la directive. En effet, il faut rappeler que ces pactes ne seront affectés par la directive qu'après la transposition de celle-ci cependant que l'article L. 233-11 du Code des marchés financiers paraît ne concerner que ces clauses de préemption extra-statutaires. Il s'agit de savoir quel sera le sort de cet article si la France choisissait d'imposer de manière générale, aux sociétés relevant du droit français, l'application de l'article 11 de la directive 2004/25, étant précisé qu'il continuera vraisemblablement à régir en tout état de cause les clauses extra-statutaires exclues de la neutralisation.

**51. Brève présentation des particularités du pacte en droit des sociétés cotées. L'exigence d'une publicité du pacte.** L'article L.233-11 du Code de commerce, dans sa rédaction actuelle<sup>176</sup>, exige que « toute clause d'une convention<sup>177</sup> prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la société qui a émis ces actions doit être transmise [...] à l'Autorité des Marchés Financiers<sup>178</sup> ». La communication doit se faire dans les cinq jours suivant la signature de la convention ou de l'avenant. La sanction posée par le législateur national semble redoutable. En effet, à défaut de transmission, les effets de la clause sont suspendus, et les parties déliées de leurs engagements, en période d'offre publique. *A contrario*, les pactes publiés peuvent produire leur plein effet et ne sont pas « suspendus ».

---

<sup>176</sup> Rédaction issue de la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 modifiée par la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003.

<sup>177</sup> La loi du 15 mai 2001 a supprimé l'exigence que les conventions soient conclues entre actionnaires.

<sup>178</sup> Il faut combiner ce texte avec le Règlement Général de l'AMF. En effet, ce dernier, au travers de son article 231-5 exige deux choses. Dans son alinéa 1, il prévoit que toute clause d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions cotées et ayant été transmise à l'AMF, est présentée dans les notes d'information. Par ailleurs, l'alinéa 2 renforce l'obligation de transparence en période d'offre publique en disposant que dès le dépôt du projet d'offre publique, toute autre clause d'accords conclus par les actionnaires, susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'offre publique ou sur son issue doit être portée à la connaissance des personnes concernées, de l'AMF et du public. Ainsi, même en dessous du seuil, un pacte peut tomber sous le coup de l'alinéa 2. En effet, si en lui-même il n'a pas d'influence, l'AMF peut utiliser la notion d'action de concert évoquée en introduction (*supra*, note 14), pour démontrer que son influence à la marge est très importante. Une responsabilité administrative de droit commun semble être encourue et ne doit pas être négligée. Le montant de l'amende s'avère en effet dissuasif (Voy. L. 621-15 Code Monétaire et Financier). Il faut également relever que sous l'empire du Règlement 89-03, la COB avait estimé que les parties avaient renoncé à se prévaloir des pactes. Voy. Communiqué de la COB du 4 mai 1999, RTD Com. 1999, p. 708 et s., obs. Ch. G. L'auteur modère toutefois la portée juridique du communiqué.

**52. Analyse de la sanction.** La loi du 15 mai 2001 a modifié l'article 233-11 du Code de commerce qui prévoit désormais une suspension des effets de la clause pendant la période d'offre publique. Il pose par là même une exception temporaire à l'article 1134, alinéa 1, du Code civil relatif à la force obligatoire des conventions. Toutefois, on peut s'interroger sur le caractère temporaire de cette sanction. En effet, si le promettant a profité de la suspension des effets du pacte pour céder la totalité de ses actions à un tiers pendant la période d'offre publique<sup>179</sup> (typiquement à l'initiateur), on peut douter de l'utilité du pacte à l'issue de la période d'offre publique, puisqu'il sera alors sans objet. Par ailleurs, un auteur<sup>180</sup> pose la question de l'impact de cette sanction sur la volonté des parties. L'article précité dispose en effet qu'en cas de non respect de ses prescriptions, les parties sont « déliées de leur engagement ». Or, cette expression n'implique pas une interdiction d'exécuter l'engagement. Par conséquent, rien ne paraît exclure une exécution volontaire de la clause de préemption par les parties à l'acte, comme il a été suggéré pour la neutralisation<sup>181</sup>. On se rapprocherait alors d'une obligation naturelle : l'impossibilité d'une exécution forcée n'empêcherait pas une exécution volontaire définitive.

**53. Comparaison.** Mais on le voit, la nature de la sanction est différente de la neutralisation posée par la directive. En effet, l'article L.233-11 du Code de commerce prévoit une véritable suspension du droit de priorité lui-même. On est plus proche alors d'une déchéance, la non publication étant analysée comme une déloyauté<sup>182</sup>. Du coup, à supposer même qu'on puisse parler de neutralisation, celle-ci joue entre les parties et donc au profit de tout tiers acquéreur. Pour dire les choses autrement, dans ce contexte particulier de l'offre publique, la publicité devient une condition d'efficacité du contrat entre les parties elles-mêmes, et non pas seulement une condition d'opposabilité aux tiers<sup>183</sup>.

Au contraire, la neutralisation prévue par l'article 11 paraît plus proche d'une inopposabilité qui ne semble avoir d'effet qu'à l'égard de l'initiateur.

---

<sup>179</sup> La période d'offre publique ne doit pas être confondue avec la durée de l'offre (ou période d'acceptation). L'article 231-15 précise que la période d'offre débute lors de la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'offre. Comme le note M. le Professeur VIANDIER, la période prend fin lors de la publication des résultats (A. VIANDIER, op. cit. note 14, n°820, p. 146 et s., spé. p. 147).

<sup>180</sup> F. AUCKENTHALER, op. cit. note 5, n°1137, p. 422.

<sup>181</sup> *Supra*, n° 48.

<sup>182</sup> Dans son communiqué précité note 178, la COB pose, au sujet des pactes non publiés, que « la mise en œuvre de ces pactes pourrait être qualifiée de manœuvre portant atteinte au bon déroulement des offres publiques ».

<sup>183</sup> Y. GUYON, *Traité des contrats, Les sociétés : aménagements statutaires et conventions entre associés*, LGDJ, 5<sup>ème</sup> éd. 2002, n° 226, p. 342.

**54. Essai d'articulation.** Dès lors, ne se recoupant que partiellement, la disposition communautaire commentée et la disposition nationale devraient pouvoir cohabiter. La neutralisation de l'article 11 de la directive 2004/25 aura donc vocation à s'appliquer, que les pactes d'actionnaires conclus après son adoption soient ou non publiés, alors qu'en droit français, la suspension des droits ne vaut que pour les pactes non publiés dans les délais<sup>184</sup>. Le dispositif aujourd'hui en vigueur en droit national ne serait pas abrogé mais amendé pour autoriser une application cumulative. Pour résumer, la situation en période d'offre publique serait la suivante : tous les pactes de préemption seraient déclarés inopposables à l'initiateur. En outre, les droits résultant des pactes non publiés alors qu'ils auraient dû l'être seraient suspendus au profit de tout acquéreur potentiel.

Ayant considéré que la neutralisation prévue par l'article 11 opère comme une inopposabilité à l'égard de l'offrant, il convient maintenant de préciser quelles sont les périodes de neutralisation.

## II) Les périodes de la neutralisation.

**55. Présentation.** Il ne s'agit pas ici de discuter de l'application de l'article 11 dans le temps afin de déterminer quelles sont les clauses concernées par la neutralisation, mais de savoir pour les clauses qui sont concernées<sup>185</sup>, à quel moment elles seront neutralisées. La question est importante car le non-respect de la neutralisation est sanctionné par la directive. On étudiera donc les périodes de neutralisation (A), avant d'analyser la sanction de leur non-respect (B).

### A) L'étude des périodes de neutralisation.

**56. Annonce des deux périodes.** L'article 11 évoque la neutralisation à propos de deux phases de l'offre publique : la période d'acceptation d'une part (1), à la suite d'un offre sous certaines conditions d'autre part (2).

#### 1) la neutralisation systématique pendant la période d'acceptation.

**57. Définition de la période d'acceptation.** Au terme de l'article 11.2 de la directive, les restrictions au transfert de titres sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation, renvoi étant fait pour la définition de celle-ci à l'article 7.1. La période

---

<sup>184</sup> S'ils portent sur plus de 0,5% du capital ou des droits de vote.

<sup>185</sup> *Supra*, n°10 et s.

d'acceptation de l'offre semble correspondre à ce qui est en France connu sous le nom de «durée de l'offre publique » ; c'est la période qui s'étend de la date d'ouverture (lendemain de la publication de la note d'information de l'initiateur, visée par l'AMF) à la date de clôture, pendant laquelle les actionnaires peuvent passer leurs ordres d'acquisition<sup>186</sup>. Mais en cas d'offres inamicales, l'article L. 232-2 du Règlement Général de l'AMF fixe le point de départ du délai à la date de publication de la note d'information déposée par la cible en réponse à celle de l'initiateur. La directive ne paraît pas entrer dans cette distinction, puisque le point de départ de la période d'acceptation est la date de publication du document d'offre établi par l'offrant<sup>187</sup>.

**58. La durée de la période d'acceptation.** L'article 7.1 de la directive commentée ne fixe pas un délai précis mais un intervalle compris entre un délai minimum de deux semaines et un délai maximum de dix semaines à compter de la publication du document d'offre<sup>188</sup>. Les Etats conservent ainsi une marge de manœuvre<sup>189</sup>. Si l'on prend le cas de la France, une distinction est opérée entre la procédure normale et la procédure simplifiée<sup>190</sup>. Pour ce qui est de la procédure normale, le délai varie selon les cas (offres amicales ou hostiles) entre vingt-cinq et trente-cinq jours de bourse<sup>191</sup>, délai conforme aux exigences communautaires. En revanche, pour ce qui est de la procédure simplifiée, le délai peut être limité à dix jours en cas d'offre publique d'achat, à quinze jours en cas d'offre publique d'échange. Une modification s'imposera donc, au moins en ce qui concerne l'offre publique d'achat<sup>192</sup>.

**59. Difficultés d'application.** On l'a dit, la directive laisse aux Etats une marge d'appréciation. A l'avantage de la souplesse, répond l'inconvénient du risque de divergences entre les dispositions des Etats membres. La question se pose alors de savoir, en cas de conflit entre la loi de l'initiateur de l'offre et celle de la société cible concernant la durée de la période d'acceptation, pendant combien de temps les clauses de préemption concernant les

---

<sup>186</sup> Dans le même sens, A. VIANDIER, op. cit. note 14 n°1805, p. 314. *Adde*, B. MERCADAL et Ph. JANIN, op. cit. note 93, n° 17603.

<sup>187</sup> Voy. art. 6 de la directive 2004/25.

<sup>188</sup> Ce délai peut être toutefois prorogé à l'initiative des Etats membres, sous réserve de ne pas gêner la société cible dans la poursuite de ses activités au-delà d'un délai raisonnable (Voy. aussi art. 3 de la directive 2004/25).

<sup>189</sup> Comme l'expose la directive au considérant 26, la directive vient « instituer un cadre qui fixe certains principes communs et un nombre limité d'exigences générales que les Etats membres sont tenus de mettre en œuvre au moyen de règles plus détaillées conforme à leur système national et à leur contexte culturel ».

<sup>190</sup> La distinction ne semble pas devoir être remise en cause par la directive.

<sup>191</sup> Art. 232-2 du Règlement Général de l'AMF.

<sup>192</sup> Mais il faut comprendre l'intérêt d'allonger la période d'acceptation. Cela favorise l'apparition d'un chevalier blanc et permet une meilleure concertation entre la direction et les actionnaires. En ce sens, M.-C. de NAYER, *Les offres publiques et la cible*, Banque et Droit 1997, n°51, p. 14 et s., spé. p.17.

titres de la société cible vont être neutralisées. Pour résoudre la difficulté, il faut se référer à l'article 4 de la directive qui est relatif à la détermination de l'autorité de contrôle et du droit applicable. Il en résulte que c'est le droit du pays où les titres de la société cible sont cotés qui est en l'espèce applicable lorsque cette société y a son siège social<sup>193</sup>.

2) la neutralisation conditionnelle à l'issue de l'offre.

**60. Neutralisation sous condition de seuil.** L'article 11.4. dispose que les restrictions au transfert de titres (et donc les clauses de préemption ici étudiées) ne s'appliquent pas, lorsqu'à la suite de l'offre, l'offrant détient au moins 75% du capital assorti des droits de vote. Ce seuil sera une nouveauté pour le droit français.

**61. Analyse.** Mais cette disposition ne se laisse pas facilement appréhender. Peut-être est-il possible d'exploiter la différence de rédaction entre le texte finalement adopté et la proposition de directive présentée à la Commission le 2 octobre 2002<sup>194</sup>. L'article 11.4 posait alors que « lorsque, à la suite d'une offre, l'offrant détient un nombre de titres de la société visée, qui, en application de la législation nationale, lui permettait de modifier les statuts de la société, les restrictions au transfert de titres (...), cessent de produire des effets lors de la première assemblée générale ». Deux remarques peuvent être faites.

En premier lieu, le seuil de 75% figurant dans l'article 11.4 amendé s'explique mieux, mais se distingue du droit français qui n'exige pas un tel seuil pour les modifications statutaires. Il prévoit en effet que l'Assemblée générale extraordinaire (AGE) peut modifier les statuts à la majorité des deux tiers<sup>195</sup>. La rédaction précédente avait donc l'avantage de la souplesse<sup>196</sup>. Le rapport WINTER présentait d'ailleurs le seuil de 75% comme un maximum, avec possibilité pour chaque Etat de l'abaisser au niveau du seuil légal de modification statutaire, même si, par souci de simplicité, sa recommandation finale faisait mention dudit seuil<sup>197</sup>. Or, elle a été reprise telle quelle, sans nuance. Désormais, le droit français devra donc être adapté puisque la directive ne laisse en l'espèce aucune marge d'appréciation aux Etats.

---

<sup>193</sup> Sinon, la distinction se fait selon la nature de la question qui se pose. En l'espèce, les problèmes liés à la période d'acceptation paraissent pouvoir être rattachés à ce qui a trait à la procédure d'offre. Dès lors, au terme de l'article 4.2. e), le droit applicable est celui de l'Etat membre de l'autorité compétente : la détermination se fait alors par un système de rattachement en cascade prévu à l'article 4.2., en vertu duquel l'autorité compétente est en principe celle de l'Etat membre sur le marché duquel les titres de la société visée (c'est-à-dire la cible) sont admis à la négociation.

<sup>194</sup> Proposition de directive du 2 octobre 2002, préc. note 17.

<sup>195</sup> L. 225-96 du Code de Commerce.

<sup>196</sup> On pourrait répondre qu'au moins sur ce point il y aura harmonisation. Il faut alors rappeler que rien n'est moins sûr puisque l'article 11 ne sera pas forcément d'application obligatoire.

<sup>197</sup> Rapport WINTER, préc. note 30, p. 33.

Toutefois, la modification ne devrait pas porter sur la majorité à exiger en cas de vote à l'AGE. En effet, la modification du texte s'est faite dans le sens d'un renforcement du seuil pour le seul contexte de la neutralisation des restrictions suite à une offre publique d'acquisition. On peut néanmoins s'interroger sur le chiffrage de ce seuil, qui peut paraître élevé. Ainsi, un initiateur qui réussirait à prendre le contrôle d'une cible, en atteignant le seuil nécessaire à la modification des statuts<sup>198</sup>, ne pourrait pas bénéficier de la neutralisation figurant à l'article 11.4. La question qui se pose alors immédiatement est de savoir à quoi servent alors ces neutralisations, si, précisément, l'initiateur atteint le seuil pour modifier les statuts. En effet, il aurait alors tout pouvoir pour supprimer les clauses de préemption statutaires. Mais ce serait oublier que nombre de restrictions figureront dans des pactes entre détenteurs de titres<sup>199</sup>, et là paraît bien résider l'intérêt de la disposition. Encore faut-il étudier, en second lieu, comment s'applique la neutralisation à l'issue de l'offre.

Par rapport au texte dans sa rédaction issue de la proposition de 2002, l'actuel article 11.4 apparaît plus pertinent juridiquement. En effet, les restrictions au transfert de titres ne jouent pas *a priori* au cours d'une assemblée générale, contrairement aux restrictions concernant les droits de vote. Se distinguant du texte dans sa rédaction en date du 2 octobre 2002<sup>200</sup>, la version finalement retenue dissocie donc l'hypothèse de la première réunion de l'assemblée générale après la clôture de l'offre de celle de la neutralisation des clauses de préemption. L'inconvénient cependant est que, désormais, les Etats membres n'ont plus aucun repère dans le temps concernant la durée de la neutralisation. Or, puisque cette neutralisation affecte également des droits prévus par des conventions, elle doit être limitée. Il s'agit en effet d'une mesure extraordinaire, et on ne peut imaginer que toutes les cessions d'actions subséquentes à l'offre publique puissent se faire en violation d'éventuelles clauses ou pactes de préemption. Une limite raisonnable pourrait être celle qui laisserait à l'initiateur le temps d'asseoir son pouvoir, de « s'installer » dans la société qu'il vient de conquérir. Dès lors, comme dans l'ancien article 11.4, on retrouverait la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre à propos des restrictions aux transferts de titres, mais pour dire cette fois que la neutralisation des clauses de préemption (et autres restrictions au transfert de titres) opère,

---

<sup>198</sup> A tout le moins pour les pays qui retiennent un seuil de deux tiers pour modifier les statuts, ce qui reste le cas d'un certain nombre d'Etats. L'Allemagne, en revanche appartient aux Etats qui exigent une majorité des trois quarts des votes exprimés. Voy. *Memento pratique Allemagne, juridique, social, fiscal, comptable*, EFL, 7<sup>ème</sup> éd., 2004, n°856.

<sup>199</sup> On rappelle que de tels pactes seront neutralisés s'ils sont conclus après l'adoption de la directive, toujours dans l'hypothèse où la France choisit d'imposer l'application de l'article 11.

<sup>200</sup> Voy. *infra*, Annexe 1.

non pas « *lors de* », mais « *jusqu'à la tenue de* » la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre<sup>201</sup>.

**62. Conclusion.** La neutralisation jouera donc de façon certaine pendant la période d'acceptation de l'offre et sous condition de seuil à l'issue de l'offre elle-même. Selon les cas, une clause de préemption peut être rendue inopposable à l'offrant pendant une des deux périodes, si par exemple le promettant ne manifeste l'intention de céder ses actions que pendant la première ou pendant la seconde, mais aussi pendant les deux périodes, si le promettant n'a pas cédé à l'offrant toutes les actions objets de la clause lors de la première période. Durant ces deux phases, le non-respect de la neutralisation sera sanctionné, sauf à démontrer que le promettant a volontairement exécuté le pacte.

#### B) Analyse de la sanction.

**63. L'article 17.** L'article 17 prévoit que « les Etats membres déterminent les sanctions applicables aux violations des dispositions nationales prises en application de la présente directive et prennent toute mesure nécessaire pour assurer la mise en œuvre de celles-ci. Les sanctions ainsi prévues doivent être effectives, proportionnées et dissuasives ».

**64. Le renvoi aux Etats membres.** La tâche du législateur national sera délicate, puisqu'il lui appartiendra de définir les modalités de sanction du dispositif communautaire, parmi lesquels l'article 11. Surtout, le risque est de voir apparaître des disparités entre les systèmes nationaux, entraînant des inégalités de concurrence<sup>202</sup>. Quoiqu'il en soit, la liberté semble totale, tant en ce qui concerne la nature de la sanction que son quantum. La directive précise simplement que la sanction devra être effective, proportionnée et dissuasive. Elle reprend ici la terminologie employée par la Cour de Justice des Communautés Européennes dans un arrêt *Commission c/ Grèce* en date du 21 septembre 1989<sup>203</sup>.

---

<sup>201</sup>Comp. cependant avec le considérant 19 de la directive 2004/25 qui lui n'a pas été modifié : il prévoit toujours que les restrictions au transfert de titres sont neutralisées en période d'acceptation et lorsque l'assemblée générale « décide de modifier les statuts de la société ou décide de révoquer ou de nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre ». Peut-être s'agit-il d'une inadvertance des instances communautaires s'expliquant par les longs débats qui ont accompagné la discussion de la directive.

<sup>202</sup> La remarque peut sembler curieuse car si la loi est respectée, il n'y aura pas de difficulté. En pratique, il n'est pas besoin d'insister, c'est la plus ou moins grande sévérité de la sanction qui guide souvent les comportements.

<sup>203</sup> CJCE *Commission c/ Grèce*, 68/88, 21 sept. 1989, R. p. 2965 et s., spé. pt. 24, p. 2985 : les Etats membres doivent « veiller à ce que les violations du droit communautaire soient sanctionnées, dans des conditions, de fond et de procédure, qui soient analogues à celles applicables aux violations du droit national d'une nature et d'une

**65. La nature de la sanction.** Le choix de la nature de la sanction est la première question à laquelle devront répondre les Etats membres. Or, l'exigence de proportionnalité de la sanction rappelle l'article 8 de la Déclaration française des Droits de l'Homme et du citoyen de 1789 qui prévoit, au sujet des sanctions pénales, que la loi ne doit établir que des peines évidemment et strictement nécessaires<sup>204</sup>. Cela expliquerait par ailleurs que la directive renvoie aux Etats membres la définition du régime de sanction. En effet, ainsi que le rappelle Mme le Professeur DUTHEIL DE LA ROCHERE, « la Communauté n'a aucune compétence pour adopter des sanctions pénales<sup>205</sup> ». Toutefois, deux arguments plaident pour ne pas adopter une sanction pénale ou en tout cas pour ne pas la retenir exclusivement.

En premier lieu, l'exigence de proportionnalité de la sanction pourrait tout à fait s'appliquer à des sanctions non pénales mais qui relèvent de la notion de « matière pénale » telle qu'employée par la Cour Européenne des droits de L'Homme, en raison de la nature et de la sévérité des peines encourues<sup>206</sup>.

En second lieu, et au moins pour ce qui concerne la France, on sait que le contentieux devant les juridictions pénales est extrêmement long et nuit donc au caractère effectif et dissuasif de la sanction. C'est l'une des raisons pour lesquelles a été créée la Commission des Opérations de Bourse<sup>207</sup>, aujourd'hui Autorité des Marchés Financiers, à laquelle a été conféré un pouvoir de sanction administrative. La rapidité relative des procédures et le montant très élevé de la sanction encourue paraissent en effet mieux à même de répondre aux exigences de la directive. La sanction administrative semble donc particulièrement adaptée.

**65 bis. La question du cumul des sanctions administrative et pénale.** Si le France retenait les deux types de sanction, on pourrait douter de la conformité de leur cumul au principe *non bis in idem* consacré par l'article 4 du protocole n°7 additionnel à la Convention Européenne des droits de l'Homme (CEDH). Mais l'Etat français a émis une réserve, permettant à la Cour de cassation de juger que la règle *non bis in idem* consacrée par la CEDH ne trouve à s'appliquer que pour les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux

---

importance similaire et qui, en tout état de cause, confèrent à la sanction *un caractère effectif, proportionné et dissuasif* ».

<sup>204</sup> *Adde*, article 49.3 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne qui dispose que « l'intensité des peines ne doit pas être disproportionnée par rapport à l'infraction ».

<sup>205</sup> J. DUTHEIL DE LA ROCHERE, op. cit. note 26, p.109.

<sup>206</sup> Voy. pour une sanction disciplinaire, CEDH 8 juin 1976 (« Engel »), [www.echr.coe.int/Fr/Judgments.htm](http://www.echr.coe.int/Fr/Judgments.htm) (base de donnée Hudoc), spé. pt. 82.

<sup>207</sup> Soulignant cet avantage de brièveté par rapport aux procédures pénales, N. RONTCHEVSKY, *Les sanctions administratives : régime et recours*, Joly Bourse 2004, p.1.

statuant au pénal<sup>208</sup>. Le Conseil Constitutionnel a néanmoins limité les effets du cumul en posant qu'« en tout état de cause, le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues »<sup>209</sup>.

Un tel cumul reste néanmoins contestable au plan des principes<sup>210</sup>, d'où la nécessité d'ailleurs de cette réserve expresse. Mais les instances communautaires elles-mêmes n'y semblent pas hostiles. Ainsi, la directive 2003/6 concernant les abus de marché<sup>211</sup>, prévoit la possibilité d'un cumul dans son article 14<sup>212</sup>.

A cet égard, il est d'ailleurs permis de regretter l'absence d'une disposition similaire dans la directive 2004/25.

**65 ter. Position.** Dans un premier mouvement, il pourrait être suggéré de transposer à la directive étudiée, l'article 14 de la directive 2003/6 qui a le mérite de la clarté. Toutefois, si l'article 17 commenté n'a rien précisé quant à la nature de la sanction, peut-être est-ce dû au fait que la sanction ne peut être que d'un seul type, et *a priori*, de type administratif. En effet, contrairement aux abus de marché, la violation de l'article 11 ne perturbe pas l'ordre social, mais seulement l'ordre économique du marché tel que conçu par le législateur. Par conséquent, le non respect de la neutralisation peut certes parfaitement constituer un manquement administratif. En revanche, il sera plus délicat de lui trouver une qualification pénale *stricto sensu*<sup>213</sup>.

**66. Le montant de la sanction administrative.** La détermination du montant influe sur le caractère proportionné et dissuasif de la sanction. Toutefois, une distinction peut être opérée entre les deux exigences. Ainsi, le caractère proportionné de la sanction s'appréciera essentiellement une fois celle-ci prononcée, en fonction des faits qui auront été soumis à l'autorité de marché. En effet, une sanction encourue doit certes apparaître proportionnée *in*

---

<sup>208</sup> Crim. 1<sup>er</sup> mars 2000, Joly Bourse 2000, n°5, p. 443, note N. RONTCHEVSKY.

<sup>209</sup> Déc. Cons. const. N°89-260 DC, 28 juill. 1989, JO 1<sup>er</sup> août 1989, p. 9676.

<sup>210</sup> Ce sont au final deux sanctions qui sont infligées pour les mêmes faits, même si ce n'est pas au même titre.

<sup>211</sup> Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003, préc. note 62.

<sup>212</sup> Art. 14 : « sans préjudice de leur droit d'imposer des sanctions pénales, les Etats membres veillent à ce que, conformément à leur législation nationale, des mesures administratives appropriées puissent être prises ou des sanctions administratives appliquées à l'encontre des personnes responsables d'une violation des dispositions arrêtées en application de la présente directive. Les Etats membres garantissent que ces mesures sont effectives, proportionnées et dissuasives ».

<sup>213</sup> Comme l'explique Mme le Professeur FRISON-ROCHE, « d'un côté, le droit édicte des règles de comportements justes dont la violation appelle la sanction des personnes qui ont choisi de faire le mal. Cela correspond au droit pénal. D'un autre côté, le droit protège les systèmes (...) et sanctionne objectivement les manquements qui détériorent le système. Ce droit (...) prend généralement la forme de sanctions administratives ». Voy. M.-A. FRISON-ROCHE, *Vers une nouvelle autorité de régulation*, entretien avec Mme DUFOUR, LPA 11 déc. 2000, n°246, p.4 et s.

*abstracto*<sup>214</sup>. Mais ce qui importe ensuite, c'est qu'elle le soit au cas d'espèce. Au contraire, le caractère dissuasif s'apprécie plutôt *a priori*, avant que la sanction ne soit prononcée<sup>215</sup>. Par ailleurs, si la proportionnalité ne dépend que de l'adéquation de la sanction à la gravité des faits, le caractère dissuasif est lui le fruit d'une pluralité de paramètres. Ainsi, au-delà du montant de la peine encourue, le sort de l'amende est un facteur à prendre en considération. Or, il apparaît qu'en l'état actuel du droit positif, celle-ci est assurable et fiscalement déductible<sup>216</sup>. C'est surtout le caractère fiscalement déductible qui est gênant. En effet, M. le Professeur NUSSENBAUM souligne que « l'assurabilité » garantit la solvabilité du dirigeant. Par ailleurs, il indique que des systèmes de bonus/malus peuvent contribuer à maintenir son caractère dissuasif<sup>217</sup>.

**67. Conclusion.** En définitive, nous pensons que, sans préjudice d'une action en réparation toujours possible sur le terrain civil, seule une sanction de nature administrative serait adaptée à l'hypothèse visée par la directive, même si son caractère dissuasif pourrait être renforcé pour tenir compte de la réserve émise ci-dessus<sup>218</sup>.

**68. Conclusion sur l'application de la neutralisation.** Vis-à-vis de l'offrant, pendant les deux périodes définies par la directive, le bénéficiaire d'une clause de préemption ne peut opposer le droit de priorité acquis auprès du promettant, à peine de sanction. Ainsi, il ne pourrait attaquer la cession des actions objets de la clause au motif qu'elle aurait été conclue en violation de la préférence. Or, BASTIAN le note très clairement dans sa thèse, « *inter partes*, tout se passera THEORIQUEMENT<sup>219</sup> comme s'il n'y avait pas inopposabilité »<sup>220</sup>, théoriquement seulement. En pratique en effet, le résultat sera que le bénéficiaire n'aura pu bénéficier de sa priorité, et cela peut lui causer préjudice. En contrepartie de la neutralisation, la directive prévoit donc qu'il sera versé aux détenteurs des droits supprimés une « indemnisation équitable ».

---

<sup>214</sup> Voy. Considérant 22 de la décision du Conseil constitutionnel précitée note 210 qui fonde la limite du montant global des sanctions prononcées sur le principe de proportionnalité.

<sup>215</sup> Bien entendu, la sanction prononcée peut avoir un caractère dissuasif pour les tiers, caractère qui s'appréciera alors *a posteriori*.

<sup>216</sup> C. PENICHON et M. GERMAIN, *Chronique de Droit de la régulation*, LPA 4 avril 2005, p. 7 et s. et les références citées.

<sup>217</sup> M. NUSSENBAUM, *L'appréciation du préjudice*, Cycle de conférences « Droit, Economie, Justice » 2004, éd. droit-in-situ.

<sup>218</sup> Le législateur national pourrait également prévoir des sanctions de nature « politique », telles que la privation de droits de vote pour les actions cédées en violation de la neutralisation du pacte, sur le modèle de l'article L.233-14 du Code de Commerce applicable en cas de non déclaration du franchissement d'un seuil, sauf si la preuve d'une exécution volontaire peut être rapportée.

<sup>219</sup> En majuscules dans le texte.

<sup>220</sup> D. BASTIAN, op. cit. note 166, p. 337.

## Section II : La contrepartie de la neutralisation.

**69. Annonce.** L'article 11.5 de la directive dispose que « lorsque les droits sont supprimés sur la base des paragraphes 2, 3, ou 4 et/ou de l'article 12, une indemnisation équitable est prévue pour toute perte enregistrée par les détenteurs de ces droits. Les conditions qui régissent la détermination de cette indemnisation ainsi que les modalités de son paiement sont établies par les Etats membres ». En pratique, la recherche des conditions de mise en œuvre (II) suppose au préalable d'analyser plus précisément le remède prévu (I).

I) La notion d'indemnisation équitable.

**70. Méthode.** On présentera d'abord la situation en droit français (A), avant de s'intéresser à la directive elle-même (B). La comparaison est en effet importante car le législateur national, en transposant, prendra nécessairement en compte le droit positif français.

A) La situation en droit français.

**71. Eléments de comparaison. Illustrations en droit français.** Les comparaisons tirées du droit français seront de deux ordres : d'une part, on regardera quel traitement est réservé à des hypothèses proches de celle étudiée ; d'autre part, on s'intéressera brièvement à la considération que le législateur porte à l'équité. L'objectif est de mieux comprendre la portée des termes employés dans la directive.

**72. Les hypothèses proches.** En premier lieu, la situation de neutralisation des pactes de préemption pourrait rappeler deux hypothèses appréhendées par le droit français, où il est prévu une indemnisation des propriétaires : l'expropriation pour cause d'intérêt public, et le retrait obligatoire des minoritaires.

Dans l'expropriation pour cause d'intérêt public, l'article 545 du Code Civil prévoit une « juste et préalable » indemnité. Mais tout porte à croire que cette indemnité qui doit être « juste » se distingue d'une indemnité « équitable ». En effet, le mode de calcul de l'indemnité est tel que cette juste indemnité s'apparente, moyennant certains correctifs, à la valeur de marché des biens expropriés<sup>221</sup>. La privation en elle-même du droit de propriété n'est donc pas prise en compte ; il n'y a pas de place pour l'équité.

---

<sup>221</sup> Sur l'ensemble de la question, Voy. Y. GAUDEMET, *Traité de droit administratif, Droit administratif des biens*, Tome 2, LGDJ, 12<sup>ème</sup> éd., 2002, n°693 et s., p. 338 et s.

Dans l'offre publique de retrait obligatoire qui suit une offre publique de retrait, les minoritaires sont exclus de la société par exception à leur droit fondamental à faire partie de la société<sup>222</sup>. Il y a donc ici au sens propre du terme « expropriation », ce qui nécessite en contrepartie une indemnité<sup>223</sup>. Afin d'éviter tout chantage des minoritaires, la loi a prévu que l'indemnisation pour cause de retrait obligatoire devait être au moins égal à celui de l'offre publique de retrait<sup>224</sup>. En pratique, cette égalité est observée. Dès lors, le calcul de l'indemnité est fait classiquement selon une approche multicritères consacrée par la jurisprudence puis par la loi<sup>225</sup>. Bien que ne prétendant pas à une exactitude mathématique, les paramètres utilisés font que le « juste prix » est réputé donner un prix de marché, ce qui exclut l'équité. L'étude de la jurisprudence pourrait toutefois susciter quelques doutes. En effet, la Cour d'appel de Paris, dans un arrêt en date du 30 mai 2000<sup>226</sup>, déduit de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et du Règlement général du CMF<sup>227</sup>, que l'indemnisation proposée doit être juste et équitable. Or, aucun de ces textes n'emploie les vocables « juste » ou « équitable ». En revanche, le Règlement général renvoie à « l'appréciation d'un expert indépendant », et de là paraît venir la confusion. D'une part en effet, cette expertise indépendante doit être distinguée selon la COB elle-même<sup>228</sup> de l'attestation d'équité : la première se contente de donner l'évaluation d'un bien, pour servir de base à un prix de sortie (caractère juste, suffisant), la seconde conduit en outre à prendre position sur l'intérêt des minoritaires, certifiant alors que la parité proposée est équitable, c'est à dire qu'elle tient compte par exemple d'une « perte de pouvoirs<sup>229</sup> ». D'autre part et surtout, ce n'est pas parce qu'on recourt à l'attestation d'équité, que le prix proposé doit être équitable de par la loi. Une

---

<sup>222</sup> G. RIPERT et R. ROBLOT, op. cit. note 11, n°1599, p. 376.

<sup>223</sup> Il semble qu'il s'agisse bien d'une indemnité et non d'un prix de vente qui supposerait un accord de volonté alors qu'en l'espèce il y a expropriation. Mais la question est débattue. Pour la qualification d'indemnité, F. AUCKENTHALER, op. cit. note 5, n°1286, p. 481. Si le fait qu'il y ait indemnisation implique qu'il y ait préjudice, en revanche, elle ne paraît pas impliquer qu'il y ait faute. *Contra*, A. VIANDIER, op. cit. note 14, n°2786, p. 478, pour qui il s'agit d'un prix et non d'une indemnité, car il ne peut y avoir de faute à user d'un droit reconnu par la loi.

<sup>224</sup> Art. L. 433-4 II du Code monétaire et financier qui fixe les principes d'évaluation selon la méthode multicritères.

<sup>225</sup> En effet, le cours boursier peut ne pas être considéré à lui seul comme représentatif de la valeur du titre. En ce sens, M.-A. FRISON-ROCHE et M. NUSSENBAUM, *Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires d'Avenir-Havas-Media à Sogenal*, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1995, n°48, p. 56 et s, spé. n°60. Les auteurs soulignent que cela arrive notamment dans les offres de retrait, lorsque le marché n'est pas assez liquide.

<sup>226</sup> Paris, 30 mai 2000, D. 2000, p. 643, note A. COURET.

<sup>227</sup> Art. 5-7-1 (aujourd'hui L. 237-1 du Règlement général de l'AMF).

<sup>228</sup> COB, Rapport annuel, 1993, p. 53. *Adde*, Rapport annuel, 1995, p. 27 et s, spé. p. 34 : « il convient de distinguer très clairement cet avis d'expert indépendant, qui doit attester que le prix proposé dans le cadre d'un retrait obligatoire est suffisant, des attestations d'équité, qui peuvent porter sur des opérations financières très différentes ». Voy. toutefois ce rapport, p. 43, *in fine*.

<sup>229</sup> COB, Rapport pour 1993 précité note 228, p. 54.

indemnité pourrait alors être juste sans être équitable. Pour reprendre la distinction faite par deux auteurs en forme de *summa divisio*, « une indemnité juste est celle qui correspond à la valeur ; une indemnité équitable est celle qui satisfait celui qui la reçoit »<sup>230</sup>. En réalité, comme l'ont montré des praticiens<sup>231</sup>, la jurisprudence et la pratique ne font pas toujours la distinction ; l'arrêt précité en serait une illustration. Cela ne signifie pas qu'il faille entretenir la confusion, le flou autour de la notion d'équité gênant aussi, en définitive, les praticiens<sup>232</sup>. D'ailleurs, la Cour de cassation, dans la célèbre affaire Sogénal<sup>233</sup>, parlait de « prix en rapport avec la valeur du bien ». En ce sens, la méthode d'évaluation se rapproche de celle employée par l'expert de l'article 1843-4 du Code Civil qui évalue les droits sociaux non cotés.

Cependant, il est vrai que la porte n'apparaît théoriquement pas fermée à l'équité, puisque l'article L. 433-4 II précité dispose que l'indemnisation doit être au moins égale au prix de l'offre de retrait. Le prix équitable serait alors supérieur au prix de marché, car il tiendrait compte de l'expropriation<sup>234</sup> elle-même. Mais cette formule est peut-être surtout destinée à prévoir des hypothèses rares où la valeur du marché varierait de manière importante (à la hausse) dans le court intervalle qui sépare en général la date de l'offre publique de retrait et la date de l'offre publique de retrait obligatoire.

Une question connexe qui se pose au sujet du retrait obligatoire est de savoir s'il s'agit d'une expropriation d'intérêt public ou d'intérêt privé. Toujours dans l'affaire Sogénal, la Haute Juridiction montre clairement que les impératifs du bon fonctionnement du marché priment sur le droit de propriété des minoritaires, et fondent le retrait obligatoire<sup>235</sup>, expliquant même que le transfert de propriété, qui se fait « dans un cadre légitime d'ordre social et économique, répond à l'utilité publique ». Néanmoins, aller jusqu'à parler d'expropriation pour cause d'intérêt public pourrait paraître excessif, car cela reviendrait à mettre au moins partiellement

---

<sup>230</sup> M.-A. FRISON-ROCHE et M. NUSSENBAUM, art. préc. note 225, spé. n°55.

<sup>231</sup> E. CAFRITZ et D. CAMELLI, *Existe-il une fairness opinion à la française ?*, JCP E 2004, I, 735.

<sup>232</sup> T. GRANIER, *La procédure d'attestation d'équité*, Rev. Sociétés 1997, p. 699 et s., spé. p. 714. L'auteur dénonce le « réel embarras » occasionné par ce mot à tel point que certains experts préfèrent ne pas employer le terme.

<sup>233</sup> Com. 29 avr. 1997, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1997, n°61, p. 120, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE.

<sup>234</sup> Dans l'affaire « Sogénal », les juges du fond (Paris, 16 janv. 1995, Rev. soc, 1995, p. 535 et s., note L. FAUGEROLAS), ont toutefois estimé que la méthode multicritères tenait compte du droit des minoritaires. L'offrant, qui procède à cette évaluation, légitime cette dernière par la recours à un expert indépendant.

<sup>235</sup> Com. 29 avr. 1997, préc. note 233.

cet intérêt dans les mains d'acteurs privés, à l'heure justement où l'importance des autorités de régulation est soulignée<sup>236</sup>.

**73. La considération du législateur pour l'équité.** En second lieu au demeurant, le droit français n'est pas sans connaître des références à l'équité par le législateur lui-même. Or, selon les spécialistes<sup>237</sup>, l'équité est très difficile à définir<sup>238</sup>. Il suffira de dire ici qu'elle est un « sentiment »<sup>239</sup>, qui garantit « une justice individualisée [permettant de] rechercher un équilibre entre les intérêts divergents<sup>240</sup> ». Concernant l'octroi de sommes d'argent, il n'y a pas à proprement parler en droit français « d'indemnité équitable », mais des allocations d'indemnités « en équité ». On peut ainsi prendre l'exemple de l'article 270 du Code Civil, dans sa rédaction issue de la loi n°2004-439 du 26 mai 2004 qui prévoit que le juge peut refuser d'accorder une prestation compensatoire si l'équité le commande. On le voit, dans ces hypothèses, il n'est pas question de débattre de la légitimité pour le juge de statuer en équité, puisque c'est le législateur lui-même qui « légalise » le recours à l'équité. M. ALBIGES souligne « qu'une telle référence à l'équité d'espèce doit permettre au législateur de pallier [son] impuissance en renvoyant le juge à ce qui n'est plus une règle précise, mais une simple directive<sup>241</sup> ».

#### B) La position de la directive 2004/25.

**74. Méthode.** Il convient dans un premier temps de tirer des conclusions des éléments de comparaison pris en droit français quant à la directive étudiée. Il faudra ensuite s'intéresser à la signification du terme « équitable » dans la directive elle-même.

---

<sup>236</sup> Voy. Chronique de droit de la régulation, LPA 4 avril 2005, n°66, p. 3. Les auteurs justifient l'importance d'une telle actualité en matière de droit de la régulation, « corpus de règles juridiques spécifiques [...] constitué depuis une dizaine d'années ».

<sup>237</sup> C. ALBIGES, *De l'équité en droit privé*, thèse, Montpellier, LGDJ, 2000, spé. n°4 et 250

<sup>238</sup> Traditionnellement, les auteurs opèrent une distinction entre équité objective et subjective. Le doyen CARBONNIER expose ainsi que l'équité objective est « un système de règles de droit que les juges sont amenés à créer en parallèle au système préexistant, devenu trop rigide », tandis que l'équité subjective, est celle du « cas d'espèce » (J. CARBONNIER, *Introduction au droit*, PUF, 27<sup>ème</sup> éd., 2002, n°14, p. 42). Force est alors de penser, comme le démontre M. ALBIGES, après d'autres auteurs, qu'il ne peut y avoir de véritable équité que subjective (thèse précitée note 237, n°182).

L'avantage de l'équité dite « objective » est qu'elle ne sacrifie pas la sécurité juridique à la souplesse. Dès lors, les solutions n'étant pas totalement imprévisibles, le contentieux ne sera peut-être pas aussi abondant que si la casuistique était absolue.

<sup>239</sup> C. ALBIGES, op.cit note 237, n°8, citant M.P. FABREGUETTES.

<sup>240</sup> Ibid. n°15 et n°222 et s.

<sup>241</sup> Ibid. n°17.

**75. Droit français et hypothèse communautaire. Distinctions.** L'hypothèse de la neutralisation des clauses de préemption peut être distinguée des situations du droit français sur les deux points ci-dessus étudiés.

D'une part, la neutralisation des droits de préférence n'est pas à proprement parler une expropriation, car le bénéficiaire n'est pas propriétaire des actions lors de la neutralisation, contrairement à l'actionnaire minoritaire ou au propriétaire foncier<sup>242</sup>. Dès lors, l'indemnité ne peut représenter comme dans l'offre publique de retrait obligatoire la valeur des actions cédées puisque les actions sont cédées par le promettant, ce qui n'empêche pas de tenir compte de cette valeur. C'est un point important qu'il faudra garder à l'esprit lors de l'évaluation de l'indemnité.

D'autre part, lorsque la directive utilise le terme d'indemnisation équitable, elle ne s'en remet pas au juge comme le ferait le législateur national, mais aux législateurs nationaux. L'article 11.5 leur confie ainsi la tâche de préciser « les conditions qui régissent la détermination de l'indemnisation ». Les Etats membres auraient ainsi la possibilité en transposant de préciser la notion et de ne pas garder telle quelle l'expression « indemnisation équitable », sous peine d'encourager sans doute un important contentieux<sup>243</sup>. L'objectif serait alors d'être équitable sans être casuistique. Reste à savoir si cela sera possible<sup>244</sup>.

**76. Droit français et hypothèse communautaire. Rapprochements.** En revanche, la neutralisation pourrait être analysée à l'instar du retrait obligatoire, comme justifiée par l'intérêt public du bon fonctionnement du marché. Il est indéniable d'ailleurs que c'est bien une considération d'ordre public économique tel que vu par les instances communautaires qui a dicté une telle mesure. Mais la même réserve qu'émise ci-dessus pour le retrait doit être effectuée<sup>245</sup>. Le retrait obligatoire pourra aussi servir de point d'appui quant à la nature de l'indemnisation. En effet, si l'on suit les indications données par l'association Henri Capitant, il y aurait une différence entre indemnisation et indemnité, ou plutôt une relation à établir, puisque l'indemnité ne serait que l'expression en argent de la réparation d'un dommage qui aurait pu être compensé par une indemnisation en nature<sup>246</sup>. Toutefois, le texte communautaire ne paraît pas entrer dans ces nuances, et il est très probable que le remède

---

<sup>242</sup> On pourrait toutefois considérer qu'il y a expropriation en ce que le bénéficiaire était titulaire d'une créance personnelle contre le promettant dont il est privé face à l'offrant. Mais on perçoit alors que le terme est un peu fort et que sa situation n'est tout de même pas comparable à celle du minoritaire forcé de se retirer.

<sup>243</sup> *Infra*, n°79 et s.

<sup>244</sup> *Infra*, n°80 et s., spé. n°84.

<sup>245</sup> *Supra*, n°72.

<sup>246</sup> G. CORNU, op. cit. note 167, V° Indemnisation et V° Indemnité.

prévu soit une somme d'argent, comme en matière de retrait obligatoire<sup>247</sup>. En effet, la directive renvoie aux Etats membres la détermination de ses « modalités de paiement », ce qui, étant donné le contexte, évoque plus un paiement en numéraire qu'une réparation en nature dont on ne voit pas très bien la forme qu'elle pourrait prendre<sup>248</sup>. Le montant de cette indemnité devra être tel qu'elle soit « équitable ».

**77. Le juste et l'équitable dans la directive.** Etablir alors des comparaisons au sein même de la directive n'est pas sans intérêt car le texte communautaire use des termes « juste » et « équitable » dans différents articles. L'analyse devrait permettre de préciser certaines intuitions présentées plus haut<sup>249</sup>.

L'article 5.4 de la directive concernant les offres publiques obligatoires prévoit que le prix de l'offre obligatoire est un « prix équitable » défini comme le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant (...) pendant une période (...) de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre<sup>250</sup>. Ce prix peut donc être différent de la valeur de marché au moment où l'offre est lancée : il lui sera au moins égal.

L'article 15<sup>251</sup> évoque pour sa part la nécessité d'un juste prix. Mais il précise qu'à la suite d'une offre obligatoire, la contrepartie de l'offre, c'est-à-dire, le prix équitable, est présumé juste. Or, cette présomption ne semble avoir de sens que si le prix équitable est supérieur (ou au moins égal) au prix juste.

**78. Position.** Prendre ici position s'avère tout à fait délicat. On peut penser qu'en prévoyant qu'une indemnité équitable devait être versée aux bénéficiaires des droits rendus inopposables à l'offrant, la directive a voulu que soit versée une somme en principe supérieure à la stricte valeur de marché des actions<sup>252</sup> acquises, si l'on s'accorde à dire que cette dernière constitue un prix « juste ». Toutefois, cette valeur des actions ne pourra être que l'un des critères d'évaluation. On a vu en effet, que le bénéficiaire du pacte n'était pas propriétaire des actions même s'il avait vocation quasi-certaine à le devenir.

---

<sup>247</sup> En ce sens, pour le retrait obligatoire, A. VIANDIER, op. cit. note 14, n°2790 et s., p. 479.

<sup>248</sup> On pourrait envisager une indemnisation sous forme de titres, mais ce ne serait pas les titres de la société cible ; l'intérêt serait donc limité pour le bénéficiaire du pacte, car c'est l'accumulation de titres de la même société qui confère le pouvoir.

<sup>249</sup> *Supra*, n°72 et s.

<sup>250</sup> La méthode semble inspirée du *City Code on takeovers and mergers* anglais (Voy. F. PELTIER et F. MARTIN-LAPRADE, art. préc. note 18, spé. p. 612). A ce sujet, le droit français devra être modifié car la méthode multicritères ne sera plus acceptable sauf à titre résiduel (Voy. art. 5.4 alinéa 2 de la directive 2004/25)

<sup>251</sup> L'article 15.2 vise le cas du retrait obligatoire (c'est-à-dire en faveur de l'actionnaire devenu majoritaire).

<sup>252</sup> Valeur au demeurant souvent différente de la valeur réelle de la société.

On pourrait alors penser que l'indemnisation équitable dont parle la directive n'a strictement rien à voir avec la valeur de marché des actions, la notion de prix équitable ou juste étant il est vrai employée à propos d'opérations bien spécifiques.

La solution se trouve certainement entre ces deux extrêmes.

En définitive, une indemnité équitable sera à verser<sup>253</sup> au bénéficiaire qui devrait être différente dans l'esprit d'un second paiement, mais qui pourra tenir compte de la valeur de marché des actions cédées à titre indicatif, sans être forcément supérieure à elle. Il est notamment certain que l'équité imposera de considérer la bonne foi du bénéficiaire.

Il faut alors évaluer cette indemnité, la mettre en œuvre.

## II) La mise en œuvre de l'indemnisation équitable.

**79. Présentation.** Ainsi que relevées par M. le Professeur GERMAIN<sup>254</sup>, les questions auxquelles la directive devait répondre ont trait tant au calcul de l'indemnité qu'à l'identification du débiteur ; or, le texte communautaire ne donne pas beaucoup de détails, si bien que, dans la mesure du possible, il faudrait que le législateur national apporte un certain nombre de précisions s'il veut éviter un abondant contentieux.

### A) La détermination des conditions d'indemnisation et des modalités de paiement.

**80. Renvoi aux Etats membres.** A nouveau, et conformément à sa volonté de ne fixer qu'un cadre, la directive renvoie aux Etats membres la responsabilité de déterminer tant les conditions régissant la détermination de l'indemnisation que les modalités de paiement. Cela supposera une certaine réflexion sur la nature et l'étendue du préjudice.

**81. Méthode de détermination des conditions de l'indemnisation.** A la lettre, l'article 11.5 paraît suggérer que l'indemnisation ne devrait pas être entièrement laissée à l'appréciation des juges<sup>255</sup>. Deux remarques peuvent être faites.

---

<sup>253</sup> Pour la détermination du ou des débiteurs, Voy. *infra*, n°86 ets.

<sup>254</sup> M. GERMAIN, art. préc. note 115, p.151.

<sup>255</sup> On veillera toutefois à se souvenir du discours de PORTALIS, où ce dernier avertissait : « L'office de la loi est de fixer, par de grandes vues, les maximes générales du droit ; d'établir des principes féconds en conséquences, et non de descendre dans le détail des questions qui peuvent naître sur chaque matière. C'est au magistrat et au juriconsulte, pénétrés de l'esprit général des lois, à en diriger l'application » (J.-E.-M. PORTALIS, *Discours préliminaire au premier projet du Code Civil*, éd. Confluences-Voix de la cité, 1999, p. 19)

En premier lieu, la question se pose quant au « nombre » d'indemnités à verser pour une clause de préemption neutralisée. En effet, la neutralisation peut jouer à deux moments différents pour une même clause<sup>256</sup> : cela justifie-t-il l'attribution de deux indemnités distinctes ? La mise en œuvre d'une telle solution paraît peu évidente. Il serait plus aisé de calculer une seule indemnité pour l'ensemble des actions objets de la clause, quitte à faire ensuite un prorata en fonction des actions effectivement cédées à l'offrant, ou des actions encore objets des droits neutralisés à l'issue de l'offre.

En second lieu, le législateur pourrait tenter d'établir une grille d'indemnisation, ou au moins des fourchettes, afin d'éviter une totale imprévisibilité juridique, en laissant le juge fixer au cas par cas avec plus de précision le montant de l'indemnité. C'est ainsi que le renvoi aux Etats membres prend selon nous tout son sens. De telles grilles d'indemnisation existent d'ailleurs pour les préjudices corporels par exemple. La raison en est simple : évaluer en argent la perte d'un membre s'avère excessivement délicat ; on souhaite ainsi réparer tout en évitant la dérive que connaissent certains pays dans le montant des dommages-intérêts octroyés. Or, dans l'hypothèse étudiée, l'analyse du préjudice est aussi très difficile, si bien qu'on peut s'interroger sur les possibilités exactes du législateur.

**82. La nature du préjudice.** L'article 11.5 de la directive prévoit la compensation de « toute perte enregistrée » par les bénéficiaires des droits. L'intérêt d'introduire l'équité est alors de permettre une meilleure prise en compte des attentes du bénéficiaire, de ses prévisions. En l'espèce, deux types de préjudice peuvent être subis par le bénéficiaire : un préjudice moral (il est gêné dans sa stratégie), un préjudice matériel (il n'aura pas le bénéfice escompté du contrat). Il semble que l'équité doit permettre de prendre les deux dommages en compte. Certes, pour chaque bénéficiaire, ils seront plus ou moins importants. Néanmoins, on peut tenter d'en décrire les caractères généraux, afin d'arriver si possible, à une certaine systématisation, l'objectif étant toujours d'éviter une trop grande casuistique.

**82 bis. Précisions.** D'emblée, une distinction pourrait être opérée selon l'identité du bénéficiaire. Si celui-ci est un simple actionnaire qui n'est pas dirigeant lors de la conclusion de la clause de préférence<sup>257</sup>, et que la clause porte sur un nombre d'actions qui n'est pas susceptible de modifier la position du bénéficiaire de manière sensible, le préjudice, tant

---

<sup>256</sup> *Supra*, n°55 et s.

<sup>257</sup> Pour les pactes d'actionnaires conclus après l'adoption de la directive, ou s'il existait d'ores et déjà des clauses de préemption statutaires dans les sociétés cotées ne concernant qu'un nombre restreint d'actionnaires, ou des clauses extra-statutaires impliquant la société.

moral que matériel, sera faible voire inexistant. Il est vrai cependant, que l'hypothèse est le plus souvent celle de pactes conclus entre dirigeants et actionnaires, de manière à ce qu'ils puissent conserver leur poste. La neutralisation du pacte et la prise de contrôle par l'offrant peuvent leur faire perdre leur poste. Le préjudice moral et matériel<sup>258</sup> sera alors certain. Il n'y a donc pas de doute possible sur l'existence d'un dommage réparable : en effet, le dirigeant bénéficiaire d'une clause de préemption pouvait compter sur le fait qu'en cas de cession par le promettant des actions objets du pacte, il les aurait acquises<sup>259</sup>. Cette vue doit semble-t-il être adoptée même si le bénéficiaire n'a pas manifesté par avance son désir d'acquérir.

Certes, la Cour de cassation a récemment affirmé que l'inexécution d'un pacte de préférence ne pouvait donner lieu qu'à réparation de la perte de chance d'acquérir les actions, si celle-ci était suffisamment réelle et sérieuse<sup>260</sup>. Or, il est vrai que le résultat de l'inexécution d'un pacte peut s'apparenter aux conséquences de sa neutralisation. Toutefois, l'hypothèse peut être distinguée de la situation en présence. En effet, il ne faut pas oublier que le contexte est ici celui des marchés financiers où un offrant opère une offre hostile sur la société visée, avec pour intention de changer la direction de cette dernière, sauf accord ultérieur. Autrement dit, du côté des dirigeants de la société visée, c'est l'objet même de la clause que de garantir le succès de leur stratégie, à savoir conserver leurs fonctions. Dès lors, l'acquisition en vue de résister à une OPA hostile est très probable. Il devrait ainsi peser une présomption simple d'intention d'acquérir en faveur du dirigeant. Le préjudice subi du fait de la neutralisation paraît donc plus important que celui consistant en une simple perte de chance. En effet, le préjudice n'est pas tant la perte de chance d'acquérir les actions ou d'être élu dirigeant, que la perte de la fonction et l'impossibilité de la conserver, alors que le dirigeant aurait été certain de pouvoir continuer de l'occuper si le pacte avait été exécuté. Outre son caractère certain, un tel dommage est évidemment prévisible, au sens de l'article 1150 du Code civil, et devrait donc pouvoir être réparé. Ceci s'explique par le fait que dans une société anonyme à conseil d'administration, au terme de l'article L.225-18 du Code de commerce, les membres du conseil sont élus par les actionnaires réunis en assemblée générale ordinaire. Ainsi, un membre du conseil qui acquiert des actions d'un autre actionnaire s'assure un nombre de voix en sa faveur plus important. En revanche, au stade de l'évaluation du préjudice, la fonction d'administrateur pourra, le cas échéant, influencer à la baisse sur l'évaluation de l'indemnité.

---

<sup>258</sup> A noter toutefois qu'un tel départ provoquera sans doute le versement éventuel d'indemnités de départ dont on a encore récemment vu qu'elles peuvent être élevées (indemnité votée dans un groupe de la grande distribution). On peut se demander, si, en équité, il ne serait pas contraire à l'équité justement de verser en plus une indemnisation.

<sup>259</sup> Sous réserve que le promettant, tenu au pacte, l'exécute de bonne foi.

<sup>260</sup> Com. 30 nov. 2004, préc. note 154. Voy. cette note, sur l'exigence de réparation intégrale.

**83. L'évaluation du préjudice.** La tâche des autorités nationales doit être guidée par le souci de réparer le dommage causé au bénéficiaire : tout le dommage, conformément au principe de réparation intégrale, mais seulement le dommage<sup>261</sup>. Au sujet de l'inexécution des pactes de préférence, nombre d'auteurs<sup>262</sup> s'accordent pour souligner qu'il n'est pas évident d'évaluer financièrement le préjudice, d'autant que l'équité ne doit pas conduire les juges à prononcer des dommages-intérêts punitifs, en violation du principe de réparation intégrale du dommage. Ici aussi, l'évaluation pourrait s'avérer très complexe. Une difficulté majeure est que les membres du conseil d'administration sont révocables *ad nutum*, si bien qu'au contraire d'un contrat à durée déterminée, on ne peut actualiser les sommes qu'ils auraient été amenés à percevoir jusqu'à la fin de leur mandat, à moins peut-être, de se trouver dans une hypothèse où un administrateur aurait une majorité d'actions suffisantes pour empêcher sa propre révocation. Dès lors, les parties seront tentées de recourir à des sanctions contractuelles telles que la clause pénale. Mais si cette sanction est admissible en cas de violation d'une clause, l'est-elle quand la loi aménage justement l'inopposabilité du droit de préférence à l'offrant ? On peut en douter.

Sans doute faudra-t-il recourir à une méthode multicritères, en espérant que la pluralité de données insatisfaisantes à elles seules<sup>263</sup>, pourra engendrer un résultat satisfaisant et une compensation satisfaisante pour le débiteur, grâce à l'intervention de critères inspirés de l'équité parmi d'autres. A titre indicatif, pourraient être utilisés comme critères : la valeur des actions objets de la clause, l'estimation de la perte de droit au dividende, la longévité moyenne des organes de direction dans la société cible, etc. Quant au préjudice résultant du fait de la perte de la qualité de dirigeant, il pourrait être réduit à un préjudice de déception, fort peu indemnisé. Par ailleurs, si le droit de préférence a été acquis à titre onéreux, l'indemnisation équitable devrait couvrir ce montant, plus le fait que le bénéficiaire n'a pu mener à bien sa stratégie. On peut penser en effet, que l'« équité » pourra encourager les juges à un peu de générosité et à octroyer plus que l'euro symbolique ; non pas que l'équité soit contraire au principe de réparation intégrale, mais elle autorise une appréciation plus souple du préjudice. A l'inverse, dans certains cas, l'équité doit pouvoir justifier le refus d'indemniser. Or, au moins dans la détermination de ces cas de refus, le législateur peut intervenir.

---

<sup>261</sup> Ph. MALAURIE, L. AYNES et Ph. STOEFFEL-MUNCK, *Les obligations*, Defrénois, 2004, n°240, p. 125.

<sup>262</sup> Voy. par ex. F.-D. POITRINAL, *op. cit.* note 12, n°9, p. 26. *Adde*, C. ZARIFIAN, art. préc. note 156, p.4.

<sup>263</sup> Sur la critique de la méthode multicritères, Voy. M.-A. FRISON-ROCHE et M. NUSSENBAUM, art. préc. note 225, spé. n°30 et s.

**84. Position. L'équité, guide de ce qu'il ne faut pas faire<sup>264</sup>.** Si définir précisément le préjudice paraît aller au-delà des possibilités et de la mission du législateur, ce dernier peut néanmoins veiller à ce que le système de l'indemnisation équitable ne soit pas perverti. En effet, la directive prévoit de manière générale l'indemnisation en contrepartie des droits neutralisés. Certes, on peut parfaitement comprendre une telle indemnisation pour les clauses de préemption statutaires (et les clauses extra-statutaires impliquant la société) qui sont affectées de manière rétroactive par l'article 11, causant une atteinte grave aux prévisions des parties. En revanche, les pactes d'actionnaires, de loin les plus nombreux en France, ne sont touchés que s'ils sont stipulés postérieurement à l'adoption de la directive. Par définition, on ne peut considérer qu'il y a atteinte aux prévisions des parties puisque celles-ci savent, lorsqu'elles stipulent les pactes, qu'ils seront inopposables à l'offrant. La perspective d'une indemnité équitable risque alors de jouer comme une incitation à stipuler de tels pactes même pour des parties qui n'y auraient sinon pas recouru. De manière générale, l'équité doit alors inciter les juges à faiblement indemniser voire à ne pas indemniser du tout dans ces hypothèses. De même pour les éventuelles clauses de préemption statutaires à venir. Mais il serait bon que le législateur le prévoit expressément. Il aurait été certes plus simple que la directive distingue les cas et aménage pour l'avenir une neutralisation sans contrepartie, ou déclare nulle pour contrariété à l'ordre public économique les clauses de préemption prévoyant leur efficacité durant les offres publiques d'acquisition. Mais on pourra s'appuyer sur les conseils du Doyen Carbonnier qui rappelle que le recours à l'équité justifie une appréciation qui « doit être morale plus que mathématique<sup>265</sup> », pour espérer que le législateur, puis le juge, sauront procéder à une appréciation fine des différentes situations<sup>266</sup>. Dans tous les cas, prévoir un contrôle de l'AMF comme en matière d'offre publique de retrait obligatoire<sup>267</sup> serait certainement fort utile, d'autant plus qu'ici, des considérations d'équité interviendront. Ainsi, si la première évaluation de l'indemnisation équitable est faite par expert, l'AMF, et le juge en cas de contentieux, auraient un droit de regard et de

---

<sup>264</sup> Le rapport WINTER s'était d'ailleurs lui prononcé plutôt contre l'octroi d'une compensation (Rapport WINTER, préc. note 30, p. 38)

<sup>265</sup> J. CARBONNIER, cité par C. ALBIGES dans sa thèse précitée note 237, spé. n°235.

<sup>266</sup> On peut par exemple se demander si l'interdiction de principe des « défenses absolues » (expression empruntée à M. VIANDIER dans son ouvrage précité note 14, n°336, p. 69) que posent certains arrêts (Voy. affaire Balland, préc. note 92) ne pourrait pas dispenser du versement de l'indemnisation équitable puisqu'un tel versement paraît supposer au préalable que le pacte fût susceptible d'exécution.

<sup>267</sup> Art. 237-1 et s. du Règlement général de l'AMF.

rectification<sup>268</sup>, conformément d'ailleurs au principe du pouvoir souverain d'appréciation des juges du fond en matière d'indemnisation<sup>269</sup>.

**85. Les modalités de paiement.** Quant aux modalités de paiement, il suffira de dire que le législateur devra, en transposant, préciser si l'indemnité doit être versée au comptant ou s'il existe la possibilité d'un paiement différé. Il conviendra également de spécifier le moment de versement de l'indemnisation. En effet, celle-ci pourrait être versée en deux fois, en fonction du prorata éventuellement calculé<sup>270</sup> : une partie lors de l'acquisition des titres en cours d'offre publique, le reste à l'issue de l'offre, le cas échéant, si le seuil de 75% des droits de vote et du capital est franchi et si la clause de préemption a toujours un objet que le promettant souhaite céder à l'offrant.

Un point devait être encore précisé par la directive : la détermination du débiteur.

#### B) La détermination du débiteur de l'indemnité.

**86. Présentation.** L'article 11.5 ne précise pas quel est le débiteur de l'indemnité équitable. A première vue, on pourrait même penser que c'est aux Etats de déterminer l'identité du débiteur. On trouve pourtant un élément de réponse dans un autre article de la directive, mais cette réponse n'est que partielle. Par ailleurs, l'article 11 ne prend pas la peine d'y faire un renvoi, si bien qu'on pourrait s'interroger sur le caractère déterminant de cet indice qui se trouve à l'article 6 de la directive commentée.

**87. L'article 6.** L'article 6 de la directive est intitulé « information sur l'offre ». Il traite essentiellement des informations que doit fournir l'offrant sur les caractéristiques de l'offre. Il prévoit notamment que l'initiateur d'une offre publique doit établir un document d'offre communiqué à l'autorité de contrôle et qui contient un certain nombre de mentions obligatoires. Or, parmi ces informations, l'article 6.3. e) précise que doit figurer dans le document « l'indemnisation proposée pour compenser les droits qui pourraient être supprimés en application de la règle relative à l'article 11.4, ainsi que les modalités de paiement de cette indemnisation et la méthode employée pour la déterminer.

**88. Analyse.** Cet article peut laisser le lecteur quelque peu perplexe, et ce, à plusieurs égards.

---

<sup>268</sup> Pour cette évolution des pouvoirs du juge, d'un contrôle de la motivation à un contrôle plus actif en matière de retrait obligatoire, et malgré le risque d'encourager les contestations, Voy. M.-A. FRISON-ROCHE et M. NUSSENBAUM, art préc. note 225, n°81 et s.

<sup>269</sup> Ibid., spé. n° 92.

<sup>270</sup> *Supra*, n°81.

En premier lieu, l'information quant à la méthode employée pour déterminer le montant de l'indemnité sera somme toute limitée, puisque l'article 11.5 confie aux Etats membres le soin de préciser les conditions qui régissent la détermination de l'indemnisation. Si le législateur définit le faisceau d'indices à prendre en considération, le document d'offre pourra se contenter d'énumérer les critères retenus parmi la liste légale, sans avoir à les justifier. En outre, on a vu qu'une évaluation de l'indemnisation en équité nécessite probablement l'intervention d'une autorité, administrative ou judiciaire.

En second lieu, c'est en faisant référence à une règle de forme que la directive semble vouloir indiquer que la charge de l'indemnisation équitable pèse sur l'offrant. Or, on peut se demander si une telle implication est inéluctable. Il est probable que les autorités de marché le pensent. Mais on ne peut exclure qu'un initiateur refuse de payer la totalité de l'indemnité, notamment s'il peut démontrer que les actions faisant l'objet de la clause de préemption ne lui étaient pas utiles pour le succès de l'opération. En outre, il pourrait tenter de souligner que son offre sert l'ordre public de marché, argument toutefois audacieux. En réalité, il n'est pas certain qu'il existe un autre débiteur potentiel. Il faudrait alors en conclure que faute d'autres débiteurs, la solution la plus logique consiste à faire supporter l'indemnisation à celui qui en définitive profite de l'inopposabilité, l'initiateur.

Or, le débiteur ne peut être le promettant. Certes, celui-ci a probablement le choix d'exécuter volontairement la clause. Mais en ne la respectant pas, il ne la viole pas, car précisément il est autorisé à ne pas la respecter face à l'offrant. Mettre une partie de l'indemnité à sa charge, aussi faible soit-elle, serait contredire l'esprit de la neutralisation.

Que la société cible supporte une partie de l'indemnisation pourrait apparaître une solution. En réalité, ce serait faire payer indirectement l'initiateur qui va acquérir la société.

La meilleure solution consiste alors à faire de l'offrant le débiteur exclusif, même si cela doit augmenter le coût de l'offre pour ce dernier : outre le paiement du prix des titres au promettant, il devra indemniser les bénéficiaires. Mais conférer cette implication à l'article 6.3 e), présuppose d'admettre que notre interprétation quant à l'étendue de l'inopposabilité est la bonne<sup>271</sup>, c'est-à-dire que la neutralisation ne joue qu'au bénéfice de l'offrant ; en revanche, à l'égard des tiers, le promettant doit respecter la clause de préemption. Sinon, ce serait faire payer l'initiateur pour un droit qui ne lui bénéficie pas, ce qui n'est pas concevable.

En dernier lieu et surtout, l'article 6 ne fait référence, pour l'indemnisation équitable à mentionner dans le document, qu'à l'article 11.4, en complète contradiction avec

---

<sup>271</sup> *Supra*, n°47.

l'article 11.5. En effet, l'article 11.4 ne vise qu'un seul des deux moments de neutralisation, celui qui intervient à l'issue d'une offre réussie. Or, l'article 11.5 prévoit que doivent être indemnisés les bénéficiaires des droits « supprimés » tant par l'article 11.2 que par l'article 11.4. On ne voit pas pourquoi le document d'offre ne contiendrait qu'une seule des deux mentions relatives à l'indemnisation, d'autant que lorsque le document est rédigé, l'offrant ne sait pas s'il remplira la condition de seuil posée par le texte<sup>272</sup>, et qu'au surplus, certaines clauses pourraient se retrouver sans objet, si la totalité des actions sur lesquelles la préférence portait a été cédée à l'offrant. Ce qui semble être une malfaçon du texte est tout à fait regrettable : un offrant pourrait soutenir que si le législateur déduit de l'obligation de forme qu'il est débiteur de l'indemnité, alors, en l'absence d'une mention obligatoire relative à l'article 11.2, l'indemnité versée à ce titre ne saurait être mise à sa charge.

**89. Position.** Le législateur se doit en transposant d'être particulièrement vigilant. D'une part, la loi devrait préciser clairement, contrairement à la directive, l'identité du débiteur de l'indemnisation. D'autre part, il conviendrait d'exploiter la rédaction de l'article 6.3 afin de préciser les mentions obligatoires qui doivent figurer dans le document d'offre. L'article dispose en effet que « le document d'offre (...) comporte *au moins*<sup>273</sup> les indications suivantes ». La même remarque vaut pour l'indemnisation prévue par l'article 11.5 quand la société visée fait le « choix réversible » d'appliquer la neutralisation, au terme de l'article 12.

**90. Conclusion sur la contrepartie de la neutralisation.** L'indemnisation équitable prévue par la directive en contrepartie de la neutralisation de la clause de préemption, pose peut-être plus de problèmes qu'elle n'apporte de solutions, surtout parce que la notion même d'indemnisation équitable ne se laisse pas facilement appréhender<sup>274</sup>. En tout état de cause, le préjudice apparaît plus important qu'une simple perte de chance, même si au stade de l'évaluation, il convient de tenir compte du principe de révocabilité *ad nutum*. Par ailleurs, le non-respect du pacte étant autorisé du fait de la neutralisation, la réparation ne peut se faire selon le même mode de raisonnement qu'en matière d'inexécution. Au-delà de la difficulté chiffrer le préjudice, l'équité permettra de procéder à des arbitrages quant au bien-fondé des demandes d'indemnisation. Surtout, il reviendra au législateur d'apporter certaines précisions afin de limiter les sources de contentieux qui seraient alimentées par trop d'incertitudes.

---

<sup>272</sup> *Supra*, n°60 et s.

<sup>273</sup> C'est nous qui mettons en italique.

<sup>274</sup> Si l'on se réfère au contentieux très abondant en matière de retrait obligatoire (de H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, op. cit. note 14, n°817, p. 761), on peut craindre un phénomène analogue en la matière.

## Conclusion sur le Chapitre II

91. L'étude de la mise en œuvre de la neutralisation a permis de conclure que celle-ci paraissait proche du concept français d'inopposabilité mais que cette inopposabilité ne jouait probablement pas au profit de tous les tiers. Elle ne devrait opérer plutôt qu'à l'égard de l'offrant, les clauses de préemption lui bénéficiant gardant ainsi leur efficacité, et le dispensant de se verser une indemnisation équitable, ce qui aurait été une situation un peu étrange. Par ailleurs, les pactes de préemption extra-statutaires resteront soumis en principe à l'obligation d'être publiés, d'autant que l'obligation de transparence est réitérée par la directive elle-même. Ainsi, l'article 10 prévoit que toute société susceptible de faire l'objet d'une offre publique d'acquisition au sens de la directive commentée doit publier des informations détaillées concernant notamment les restrictions au transfert de titres ou les accords entre actionnaires pouvant entraîner de telles restrictions. De cette manière, l'initiateur aura plus de visibilité sur la structure du pouvoir de la société cible<sup>275</sup>. Cependant, la directive n'exige la publicité des accords entre actionnaires que s'ils sont connus de la société. L'avantage de la réglementation française est ici manifeste puisque les pactes d'actionnaires sont soumis à une obligation de publicité (art. L.233-11 C.Com) et seront donc connus de la société.

En contrepartie de la neutralisation des droits, qui doit être respectée à peine de sanction, probablement de nature administrative, une indemnisation « équitable » devra être versée au bénéficiaire des droits neutralisés. Une application harmonieuse de cette indemnisation, qui devrait en toute logique être supportée par l'initiateur, impliquera sans doute que le législateur apporte un certain nombre de précisions pour aider le juge dans l'évaluation du préjudice et le montant de l'indemnisation. En effet, conserver tel quel le concept d'« indemnisation équitable » serait prendre le risque d'engendrer un contentieux nourri.

---

<sup>275</sup> L'article 10.1 k) prévoit même l'obligation de publier les éventuels *golden parachutes* qui jouent ici un rôle de défense anti-OPA au service des dirigeants de la cible. L'initiateur connaîtra ainsi à l'avance le coût approximatif d'un changement de direction.

## CONCLUSION GENERALE

**92. Appréciation générale.** En définitive, cette étude s'est certes montrée plutôt critique vis-à-vis de la directive commentée. Toutefois, la critique n'a pas porté sur le choix des instances communautaires qui tend à favoriser l'initiateur d'une offre publique face aux dirigeants de la société cible, tout en permettant aux actionnaires de celle-ci, mais non aux dirigeants, de décider que la société doit se défendre. En effet, il ne s'agissait pas de discuter du bienfait des OPA sur le fonctionnement de l'économie et des marchés financiers<sup>276</sup>. En revanche, partant de ce présupposé qui devra se retrouver dans les lois de chaque Etat membre, il fallait tenter de mesurer l'impact du dispositif mis en place sur les clauses de préemption, illustration d'une restriction au transfert de titres, et tenter d'apprécier si la directive atteignait ainsi ses objectifs. Or, l'analyse du régime de neutralisation qui concernait ces clauses, statutaires comme extra-statutaires, à l'exception de celles conclues entre actionnaires avant l'adoption de la directive, nécessitait une étude détaillée de sa mise œuvre ; la raison en est qu'il reviendra aux Etats membres de transposer ces dispositions, ce qui impose au préalable un effort de compréhension. Mais la directive comporte des zones d'ombre. On a donc voulu suggérer des pistes de réflexion, des éléments de réponse dont certains pourraient sans doute être discutés. Il fallait en tout cas faire des choix. Ainsi, la neutralisation semble se rapprocher du concept de l'inopposabilité en droit français. Elle paraît ne concerner que la relation entre, d'une part les parties à la clause de préemption, et d'autre part l'offrant, probablement sans préjudice d'une exécution volontaire de la clause par le promettant. La priorité devrait donc continuer de jouer quand elle bénéficie à l'offrant ou si le promettant cherche à céder à une autre personne. En revanche, les actionnaires ne devraient pas pouvoir décider du non respect de la neutralisation. La violation des deux périodes de neutralisation sera d'ailleurs sanctionnée : les Etats membres auront à réfléchir sur une sanction adaptée, administrative certainement. Parmi les difficultés les plus importantes, figurent l'étude et la mise en œuvre de l'indemnisation équitable prévue pour compenser les pertes subies par le bénéficiaire de la

---

<sup>276</sup> La question ne fait cependant pas l'unanimité. Voy. par exemple V. de BEAUFORT, *Etude de la proposition sur les offres publiques d'acquisition : application des règles de gouvernance d'entreprise et préservation des modèles alternatifs de gouvernance*, Joly Bourse, 2003, p. 233, et les références citées. Sur le risque de fragilisation des sociétés européennes à l'égard des pays tiers, M. HASCHKE-DOURNAUX, *L'adoption de la directive européenne relative aux offres publiques d'acquisition*, Chronique de droit financier IV (1<sup>ère</sup> partie), LPA 26 avril 2004, n°83, p. 4 et s. *Adde*, M. GERMAIN, art. précit. note 115, spé. p. 152.

clause. La définition de la notion d'indemnisation équitable étant pour le moins délicate, sa mise en œuvre n'en est que plus complexe. S'ajoute, au surplus, la très difficile question de l'appréciation du préjudice subi et de son évaluation financière. Le législateur national ne doit pas entièrement sous-déléguer cette tâche au juge. Au contraire, la directive lui commande de préciser les conditions régissant la détermination de l'indemnisation ainsi que les modalités de paiement. Dans la mesure du possible, il devra donc fixer des critères d'évaluation. Le concept d'équité doit lui être utile : si l'équité peut influencer à la hausse sur le montant de l'indemnisation, elle doit aussi pouvoir jouer à la baisse, quand il n'y a pas vraiment atteinte aux prévisions des parties, et ce, afin que le système d'indemnisation ne soit pas perverti. Quant au débiteur de l'indemnité, le législateur aurait intérêt à exprimer clairement ce qui est maladroitement suggéré par la directive, pour éviter toute discussion à ce sujet : à l'initiateur, qui voit son offre facilitée par la neutralisation des restrictions au transfert de titres et au droit de vote, de supporter le coût de l'indemnisation équitable versée aux bénéficiaires.

L'application de l'ensemble de ce dispositif de neutralisation est toutefois subordonnée à une condition de taille : le choix des Etats membres d'imposer ou non l'application de l'article 11.

**93. La question des arrangements facultatifs, la clause de réciprocité et l'égalité entre les compétiteurs.** L'article 12 intitulé « Arrangements facultatifs », prévoit dans son paragraphe 1 que les Etats peuvent ne pas imposer le respect de l'article 11 ainsi que de l'article 9, paragraphes 2 et 3. Mesure certainement indispensable pour obtenir un compromis, elle semble de bien mauvaise méthode : d'une part, elle ne favorise pas la compréhension de la logique de la directive. D'autre part et surtout, le manque d'harmonisation qui risque d'en résulter pourrait s'avérer catastrophique en terme d'égalité de concurrence. On l'a vu au travers de l'article 11, on l'a perçu avec l'article 9, la question des défenses anti-OPA est directement visée par la directive. Or, si la France impose l'application de ces articles<sup>277</sup> quand d'autres Etats ne le feront pas, les sociétés françaises risquent de devenir plus facilement opérables. Il faudra cependant distinguer<sup>278</sup>.

Le « level playing field » (égalité des conditions de concurrence) souhaité par le rapport WINTER, ne sera de toute façon pas totalement achevé<sup>279</sup>, faute d'une harmonisation

---

<sup>277</sup> A ce sujet, un groupe de travail chargé de préparer la transposition de la directive a été mis en place en novembre 2004, sous la présidence de M. LEPETIT, ancien président de la COB et du CMF (source : journal Les Echos, du 19 novembre 2004 et du 30 novembre 2004)

<sup>278</sup> *Infra*, ce paragraphe.

<sup>279</sup> Cet arrangement s'est fait contre l'avis de M. le Commissaire européen BOLKESTEIN qui déclarait devant le Parlement européen le 15 décembre 2003 (Compte-rendu des débats parlementaires) : « Je ne puis accepter un arrangement qui rendrait ces articles facultatifs. Cela ne permettra pas de réaliser l'harmonisation que la

complète<sup>280</sup>. Ainsi, même parmi les Etats qui imposeront l'application de l'article 11, la marge d'appréciation qui leur est laissée au sein même de l'article engendrera des distorsions. La directive semble d'ailleurs avoir pris la mesure du problème puisqu'au considérant 21, elle justifie les arrangements facultatifs, précisément par les « disparités » qui existent entre les droits des Etats membres. Or, le principe d'égalité entre les concurrents énoncé par l'article 3 du Règlement 89-03 de la COB<sup>281</sup> et consacré en France par l'arrêt OCP<sup>282</sup>, est un principe important du droit des offres publiques. Il a vocation à s'appliquer entre offrants, que ceux-ci soient tous extérieurs à la société cible ou que l'un d'entre eux soit un actionnaire existant de la société cible. Ainsi, il faut distinguer les deux hypothèses pour déterminer précisément l'influence du caractère optionnel de l'article 11 sur le principe sus-énoncé.

Dans l'hypothèse où l'un des offrants est déjà actionnaire de la cible, l'article 12.3 s'avère alors particulièrement utile à la préservation d'une certaine égalité entre concurrents. Cet article s'apparente en effet à une clause de réciprocité en vertu de laquelle les Etats peuvent prévoir qu'alors même qu'ils transposeraient les articles en question, ceux-ci ne s'appliqueraient pas lorsque l'Etat dont relève l'initiateur ou une société qui le contrôle directement ou indirectement n'applique pas l'article 11<sup>283</sup>. Si la directive dispose que les Etats « peuvent » prévoir la clause de réciprocité, les Etats ont en réalité tout intérêt à la prévoir. Il s'agit en effet d'une condition indispensable au maintien d'une certaine égalité de concurrence entre les Etats.

En revanche, si les offrants sont extérieurs à la cible et appartiennent à des Etats membres différents qui n'ont pas tous opté pour l'application de l'article 11, alors le principe d'égalité risque d'être affecté. En effet, en vertu de la clause de réciprocité, la société cible qui se trouve dans un Etat ayant opté devrait pouvoir se défendre contre l'offrant régi par le droit d'un Etat qui n'a pas opté, mais pas contre l'offrant régi par le droit d'un pays qui a opté<sup>284</sup>.

---

Commission voulait lorsqu'elle a présenté cette proposition. Pour le moment, aucune égalité [de conditions de jeu] n'est établie ».

<sup>280</sup> En ce sens, V. de BEAUFORT, art. préc. note 276. Pour d'autres exemples que ceux étudiés, Voy. par exemple A. PIETRANCOSTA, *La directive européenne sur les offres publiques d'acquisition enfin adoptée !*, Revue de droit bancaire et financier 2004, n°5, p. 338 et s., spé. p. 340.

<sup>281</sup> Devenu l'article 231-3 du Règlement Général AMF prévoyant le « libre jeu des offres et des surenchères ».

<sup>282</sup> Paris, 27 avril 1993, (affaire OCP), Revue de droit bancaire et de la bourse 1993, n°37, p.134, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE : « acte de naissance effectif du principe d'égalité entre les concurrents », principe qui semble s'appliquer aux tiers comme à la société cible, qui ne peut, selon la cour d'appel donner un avantage déterminant à tel concurrent, assurant par avance le succès de son offre publique. *Adde*, sur l'hypothèse d'un fondement objectif de ce principe (le respect du marché dans un modèle libéral), M.-A. FRISON-ROCHE, *Le principe juridique d'égalité des concurrents sur le marché boursier*, Joly Bourse 1993, p. 720 et s., spé. p. 725.

<sup>283</sup> Sur la situation à l'égard des pays tiers, Voy. D. MUFFAT-JEANDET, art. préc. note 4, p. 455 et s., spé. p. 464.

<sup>284</sup> Le raisonnement s'applique à l'article 9 de la directive commentée.

Il en résulte que la meilleure façon de respecter le principe d'égalité serait que tous les Etats optent pour l'application obligatoire de la neutralisation, ou qu'aucun ne le fassent. Mais dans ce dernier cas, les droits nationaux antérieurs à la directive continueront de s'appliquer, ce qui n'est pas non plus satisfaisant.

Plus grave par rapport aux objectifs initiaux de la Commission d'harmoniser les droits nationaux, on rappelle que le texte finalement adopté donne la possibilité aux sociétés, par son article 12.2, de faire le « choix réversible » d'appliquer ou non l'article 11, à l'initiative de l'assemblée générale des actionnaires, lorsque l'Etat membre dont elles relèvent a choisi de ne pas appliquer l'article 11<sup>285</sup>. Mais cela obligera les Etats à transposer malgré tout ledit article.

Si certains auteurs restent relativement optimistes<sup>286</sup>, sur la base de l'idée qu'« avoir la moitié du pain c'est mieux que de ne rien avoir du tout »<sup>287</sup>, il est néanmoins permis de craindre qu'à long terme, l'harmonisation soit d'autant plus difficile que la directive autorise le maintien voire l'accroissement des disparités, en laissant une trop grande marge d'appréciation aux Etats membres.

On le voit, la question dans son ensemble reste relativement complexe. Néanmoins, bien que la confrontation d'intérêts divergents gêne la mise en oeuvre de mesures traduisant une logique unitaire quelle qu'elle soit, la directive manifeste tout de même une tendance à améliorer la protection des actionnaires.

**94. Vers une protection accrue des actionnaires.** Cette protection paraît prendre deux directions, au niveau communautaire comme au niveau national. D'une part, le souci que manifeste la directive étudiée d'accroître la transparence de l'OPA<sup>288</sup> témoigne d'une tendance plus large<sup>289</sup>, celle d'une meilleure information des actionnaires, ce qui contribue, dans une certaine mesure, au développement d'un ensemble de règles communautaires relatives à la gouvernance d'entreprise<sup>290</sup>. D'autre part, peut être relevée la volonté croissante de donner plus de poids aux actionnaires, c'est-à-dire aux détenteurs du « capital supportant le

---

<sup>285</sup> Très critique sur ce « système d'options », A. PIETRANCOSTA, art. préc. note 280, p. 341, système que l'auteur qualifie de « passablement complexe ».

<sup>286</sup> M. LUBY, Chr. Droit des sociétés, RTD Com. 2004, n°4, p. 841 et s.

<sup>287</sup> Déclaration du rapporteur allemand du projet, citée par M. HASCHKE-DOURNAUX, art. préc. note 276, p. 4 et s.

<sup>288</sup> Voy. considérant 3 de la directive 2004/25.

<sup>289</sup> Cette tendance se manifeste notamment via le Plan d'action intitulé « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprises dans l'union européenne », sur lequel Voy. M. LUBY, RTD Com. 2004, n°1, p. 178.

<sup>290</sup> En ce sens, Voy. l'article précité note 276 de Mme de BEAUFORT.

risque ultime »<sup>291</sup>, à travers notamment l'article 9 de la directive 2004/25. Il est intéressant d'ailleurs à cet égard de mentionner l'intervention récente de l'actuel Ministre français de l'Economie, qui a indiqué que dans le cadre du projet de loi sur la modernisation des entreprises, un amendement serait déposé aux fins de confier à l'assemblée générale des actionnaires, le soin d'approuver les dispositions salariales exceptionnelles concernant les dirigeants. Certes, et la remarque vaut pour la directive commentée, on soulignera que l'opposition tracée entre intérêts des dirigeants et intérêts des actionnaires est artificielle, en ce sens que les dirigeants membres du conseil d'administration sont souvent des actionnaires majoritaires, ou leurs représentants si les actionnaires sont des personnes morales, et que dès lors, le balancement de pouvoir que l'on veut instaurer risque d'être vain. Toutefois, on ne peut négliger l'influence qu'exerce la présence des actionnaires minoritaires à l'assemblée générale, présence qui contraindra les majoritaires à se justifier, ces derniers risquant, en cas d'abus, de voir la résolution prise annulée.

Comme le note un auteur<sup>292</sup>, la protection des minoritaires est une condition du bon déroulement des OPA, dans la mesure où c'est un moyen de les encourager à investir. La directive 2003/6 du 28 janvier 2003<sup>293</sup> concernant les abus de marché dit sensiblement la même chose, lorsqu'elle insiste sur la nécessité de gagner la confiance des épargnants, préalable indispensable à la croissance économique.

En définitive, l'ensemble de ces mesures paraît donc surtout être une condition nécessaire au renforcement de l'attractivité des places financières européennes<sup>294</sup>.

La directive 2004/25 remplira-t-elle sa part du contrat ? Rendez-vous en 2011<sup>295</sup>.

---

<sup>291</sup> Rapport WINTER, préc. note 30, p. 23.

<sup>292</sup> V. de BEAUFORT, op. cit. note 7, spé. p. 5.

<sup>293</sup> Voy. Considérant 2 de la directive 2003/6, préc. note 62.

<sup>294</sup> En ce sens, Voy. B. LECOURT, *Adoption de la directive 2004/25 du 21 avril 2004 sur les offres publiques d'acquisition*, Rev. soc. 2005, p. 237 et s. Adde, T. GRANIER, *La directive concernant les offres publiques d'acquisition*, Europe, nov. 2004, p. 6 et s., spé. n°4, p. 7.

<sup>295</sup> L'article 20 de la directive 2004/25 prévoit une éventuelle révision, si nécessaire, cinq ans après la date limite de transposition fixée en 2006, et ce « à la lumière de l'expérience acquise dans le cadre de son application ».

## BIBLIOGRAPHIE

### I. Traités, manuels, monographies.

AUCKENTHALER (F.), *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004.

BEAUFORT (V.) de, *Les OPA en Europe*, Economica, 2001.

BLUMANN (C.) et DUBOUIS (L.), *Droit institutionnel de l'Union européenne*, Litec, 2004.

BONNEAU (T.) et DRUMMOND (F.), *Droit des marchés financiers*, Economica, 2001.

DUTHEIL DE LA ROCHERE (J.), *Introduction au droit de l'Union européenne*, Hachette (coll. Les fondamentaux), 3<sup>ème</sup> éd., 2001.

COZIAN (M.), VIANDIER (A.), DEBOISSY (F.), *Droit des sociétés*, Litec, 17<sup>ème</sup> éd., 2004.

CARBONNIER (J.), *Introduction au droit*, PUF, 27<sup>ème</sup> éd., 2002.

POITRINAL (F.-D.), *La révolution contractuelle du droit des sociétés (Dynamique et paradoxes)*, Revue Banque Edition 2003.

GAUDEMET (Y.), *Traité de droit administratif, Droit administratif des biens, Tome 2*, LGDJ, 12<sup>ème</sup> éd., 2002.

GICQUEL (J.), *Droit constitutionnel et institutions politiques*, Montchrestien, 16<sup>ème</sup> éd. 1999.

GUYON (Y.) :

- *Droit des affaires, droit commercial général et des sociétés*, Tome 1, Economica, 12<sup>ème</sup> éd., 2003.

- *Traité des contrats, Les sociétés : aménagements statutaires et conventions entre associés*, LGDJ, 5<sup>ème</sup> éd., 2002.

LE CANNU (P.), *Droit des sociétés*, Montchrestien, 2002.

MALAURIE (Ph.), AYNES (A.) et STOEFFEL-MUNCK (Ph.), *Les obligations*, Defrénois, 2004.

MERCADAL (B.) et JANIN (Ph.), *Sociétés commerciales*, Mémento Pratique Francis Lefebvre, 2005.

MESTRE (J.), *Sociétés commerciales*, Lamy, 2002.

RIPERT (G) ET ROBLLOT (R.), *Traité de droit commercial*, Tome 1, Volume 2, par GERMAIN (M.), LGDJ, 18<sup>ème</sup> éd., 2001.

TERRE (F.), *Introduction générale au droit*, Précis Dalloz, 5<sup>ème</sup> éd., 2001.

VAUPLANE (H.) de, et BORNET (J.-P.), *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>ème</sup> éd., 2001.

VIANDIER (A.), *OPA, OPE et autres offres publiques*, EFL, 2<sup>ème</sup> éd., 2003.

## II. Thèses.

ALBIGES (C.), *De l'équité en droit privé*, thèse, Montpellier, LGDJ, 2000.

BASTIAN (D.), *Essai d'une théorie générale l'inopposabilité*, thèse, Paris, Sirey, 1929.

CHVIKA (E.), *Les clauses limitant la libre disposition des actions*, thèse (dactyl.), Paris II, 1999.

DESIDERI (J.-P.), *La préférence dans les relations contractuelles*, thèse, Aix-Marseille 3, 1997.

SAINT-ALARY-HOUIN (C.), *Le droit de préemption*, thèse, Paris, LGDJ, 1979.

## III. Articles et chroniques.

ANCEL (P.), *Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat*, RTD Civ. 1999, p. 771.

BEAUFORT (V.) de, *Etude de la proposition sur les offres publiques d'acquisition : application des règles de gouvernance d'entreprise et préservation des modèles alternatifs de gouvernance*, Joly Bourse, 2003, p. 233.

BROCHIER (E.), *L'exécution en nature des pactes entre actionnaires : observations d'un praticien*, RDC 2005, p.125.

CAFRITZ (E.) et CARAMELLI (D.), *Existe-il une fairness opinion à la française ?*, JCP E 2004, I, 735.

CARREAU (D.) et MARTIN (J.-Y.), *Les moyens de défense anti-OPA en France*, Revue Banque 1990, n°509, p. 896.

CARREAU (D.) et LETREGUILLY (H.), *Offres publiques*, Rép. Com. Dalloz, août 2001, n° 237.

CASSIOT (O.), *Les OPA : étude de la proposition de treizième directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat ou d'échange (présentée par la Commission le 19 janv. 1989)*, mémoire de DEA, LPA n°112, 17 sept. 1990, p. 6.

DAIGRE (J.-J.), BOMPOINT (D.) et BASDEVANT (F.), *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, Actes pratiques-ingénierie sociale, Juill.-Août 2002, n°64, p.5.

FABRE-MAGNAN (M.), *Le mythe de l'obligation de donner*, RTD Civ. 1996, p. 85.

FAUGEROLAS (L.) et MALRIEU (C.), *La treizième directive européenne sur les offres publiques d'acquisition*, Joly Bourse 2000, n°5, p. 431.

FRISON-ROCHE (M.-A.) :

- *Vers une nouvelle autorité de régulation*, entretien avec Mme DUFOUR, LPA 11 déc. 2000, n°246, p.4
- *Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier*, Joly Bourse 1993, p. 720.

FRISON-ROCHE (M.-A) et NUSSENBAUM (M.), *Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires d'Avenir-Havas-Media à Sogenal*, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1995, n°48, p. 56.

GERMAIN (M.) :

- *La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition*, GPR (revue allemande de droit privé communautaire), 3/03-04, p. 150.
- *L'intérêt commun des actionnaires*, JCP E 1996, Cahiers du droit de l'entreprise, Supplément n°4, p. 13.

GRANIER (G.) :

- *La procédure d'attestation d'équité*, Rev. Sociétés 1997, p. 699.
- *La directive concernant les offres publiques d'acquisition*, Europe, nov. 2004, p. 6.

GRUMBERG (A.) et SERVAN-SHREIBER (P.), *Défense anti-OPA. Adoption de la directive européenne sur les OPA et enjeux pour les entreprises françaises*, JCP E 2004, I, 1598.

HASCHKE-DOURNEAUX (M.) :

- *La directive européenne n°2004/25/CE concernant es offres publiques d'acquisition*, JCP E 2005, n°9, I, 358, p. 370.
- *L'adoption de la directive européenne relative aux offres publiques d'acquisition*, Chronique de droit financier IV (1<sup>ère</sup> partie), LPA 26 avril 2004, n°83, p. 4.

HOPT (K.J.), *La treizième directive sur les OPA-OPE et le droit allemand*, in Aspects actuels du droit des affaires, Mélanges en l'honneur de Yves GUYON, Dalloz 2003, p.529.

ISAAC (G.), *L'entrée en vigueur et l'application dans le temps du droit communautaire*, in. Mélanges dédiés à Gabriel Marty, p.704.

LECOURT (B.), *Adoption de la directive 2004/25 du 21 avril 2004 sur les offres publiques d'acquisition*, Rev. soc. 2005, p. 237.

LUBY (M.) :

- *Le Plan d'action intitulé « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprises dans l'union européenne »*, RTD Com. 2004, p. 178.
- *La directive 2004/25, 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition*, RTD Com. 2004, p. 841.
- *De la difficulté à dénouer le fil d'Ariane*, Droit des sociétés, nov. 2004, Etude 16, p. 9.

MARTIN (D.) et FAUGEROLAS (L.), *Les pactes d'actionnaires*, JCP G 1989, I, 3412.

MAZEAUD (D.) :

- *La responsabilité du fait de la violation d'un pacte de préférence*, GP, 3 févr. 1994, Doctrine, p. 210.
- *Exécution des contrats préparatoires*, RDC 2005, n°1, p.61.

MUFFAT-JEANDET (D.) :

- *OPA : L'adoption d'une directive européenne*, RMCUE 2004, n°480, p. 455.
- *OPA : L'histoire d'une directive européenne, le rejet de la proposition de 1989 et de ses versions révisées*, RMCUE 2004, n°475, p. 111.

NAYER (M.-C.) de, *Les offres publiques et la cible*, Banque et Droit 1997, n°51, p. 14.

NUSSENBAUM (M.), *L'appréciation du préjudice*, Cycle de conférences « Droit, Economie, Justice » 2004, éd. droit-in-situ.

OUTIN-ADAM (A.) et BIENVENU (S.), *Rapport GAILLY de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris*, RMCUE 2003, n°469, p. 387.

PELTIER (F.) et MARTIN-LAPRADE (F.), *Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée*, Joly Bourse, 1<sup>er</sup> sept 2004, p. 610.

PENICHON (C.) et GERMAIN (M.), *Chronique de Droit de la régulation*, LPA 4 avril 2005, p. 3.

PIETRANCOSTA (A.), *La directive européenne sur les offres publiques d'acquisition enfin adoptée !*, Revue de droit bancaire et financier 2004, n°5 , p. 338.

RONTCHEVSKY (N.), *Les sanctions administratives : régime et recours*, Joly Bourse, 2004, p.1.

SCHMIDT (D.) :

- *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Bull. Joly 2000, p. 9.
- *Rapport de synthèse*, Colloque « Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées ? », JCP E 1996, Cahiers du droit de l'entreprise, Supplément n°4, p.25.

SIMON (D.), Rép. Dalloz droit communautaire, mai 1998, V° Directive, n°29.

VINEY (G.), *L'appréciation du préjudice*, Cycle de conférences « Droit, Economie, Justice » 2004, éd. droit-in-situ.

ZARIFIAN (C.), *A la recherche de l'efficacité perdue des pactes de préférence extrastatutaires*, GP 26 et 27 mai 2004.

#### IV. Jurisprudence.

- Com. 30 nov. 2004, Bull. Joly, 2005, p. 497.
- Com. 7 janvier 2004, Bull. Joly 2004, p. 544, note LE CANNU (P.)
- Com. 9 avr. 2002, D. 2002, I.R., p. 1469.
- Paris, 21 sept. 2001, Bull. Joly 2002, p. 509, note LE NABASQUE (H.)
- Paris, 30 mai 2000, D. 2000, p. 643, note COURET (A.)
- Paris, 15 mars 2000, Bull. Joly 2000, p. 625, note COURET (A.)
- Crim. 1<sup>er</sup> mars 2000, Joly Bourse 2000, n°5, p. 443, note RONTCHEVSKY (N.)
- Civ. 3<sup>ème</sup> 24 mars 1999, RTD Civ. 1999, p. 627, obs. JOURDAIN (P.), et p. 644, obs. GAUTIER (P.-Y.)
- Civ. 3<sup>ème</sup> 10 févr. 1999, Bull. Civ., III, n°37.
- Civ. 3<sup>ème</sup> 24 juin 1998, RJDA 10/1998, n° 1090
- Civ. 3<sup>ème</sup> 30 avril 1997, RTD Civ. 1997, p. 673, obs. JOURDAIN (P.), et p. 685, obs. GAUTIER (P.-Y.)
- Com. 29 avr. 1997, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1997, n°61, p. 120, obs. GERMAIN (M.) FRISON-ROCHE (M.-A.)
- Paris, 16 janv. 1995, Rev. soc., 1995, p. 535, note FAUGEROLAS (L.),
- Com. 15 févr. 1994, Bull. Joly 1994, p. 508, note VELARDOCCHIO (D.)
- Civ. 3<sup>ème</sup> 15 déc. 1993, JCP 1995, II, 22366, note MAZEAUD (D.)
- Paris, 27 octobre 1993, Revue de droit bancaire et de la bourse 1993, n°40, p. 252, obs. GERMAIN (M.) et FRISON-ROCHE (M.-A.)
- Paris, 27 avril 1993, Revue de droit bancaire et de la bourse 1993, n°37, p.134, obs. GERMAIN (M.) et FRISON-ROCHE (M.-A.)
- Paris, 14 mars 1990, JCP E 1991, I, 49, note JEANTIN (M.)
- T.com 16 mars 1992, RJC 1992, p. 209, note COURET (A.)
- CJCE 10 mars 1992, *Rev. crit. dr .internat. privé*, juill.-sept. 1992, p. 528, note GAUDEMET-TALLON (H.).
- Paris 12 déc. 1990, Bull. Joly 1991, p. 595, note JEANTIN (M.)
- CJCE, Commission c/ Grèce, 68/88, 21 sept. 1989, R. p.2965.
- Cons. const. N°89-260 DC, 28 juill. 1989, JO 1<sup>er</sup> août 1989, p. 9676.
- Com. 7 mars 1989, JCP 1989, II, 21316, obs. REINHARD (Y.)
- Angers, 20 sept. 1988, Revue de droit bancaire et de la bourse 1989, n°12, p. 68, obs. JEANTIN (M.) et VIANDIER (A.)
- T. Com. Paris 28 juillet 1986, Rev. Soc. 1987, p. 58, note DAIGRE (J.-J.)
- Com. 27 mai 1986, RTD Civ. 1987, p. 88, obs. MESTRE (J.)
- Civ. 3<sup>ème</sup> 26 oct. 1982, Bull. Civ., III, n°208.
- CJCE, Westzucker GmbH, 1-73, 4 juill. 1973, R. p. 723.
- Com. 22 oct. 1969, JCP 1970, CI, 88094, note PAILLUSSEAU (J.).
- Civ. 1<sup>ère</sup> 4 mai 1957, Bull. Civ., I, n° 197.
- Civ. 14 mars 1890, D. 1900.1.497.
- Cass. Req., 19 févr. 1878, D.1879, 1, 332.

## V. Rapport, communiqué.

COB, communiqué du 4 mai 1999, RTD Com. 1999, p. 708, obs. Ch. G.

COB, Rapport annuel, 1995, p. 27 et s, spé. p. 34.

COB, Rapport annuel, 1993, p. 53.

## VI. Principaux sites Internet, bases de données.

[www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int) (portail de l'Union Européenne).

[www.europarl.eu.int](http://www.europarl.eu.int) (site du Parlement européen).

[http://www.juris.freesurf.fr/ue\\_affaires/rapport\\_opa\\_fr.pdf](http://www.juris.freesurf.fr/ue_affaires/rapport_opa_fr.pdf). (Rapport WINTER).

[www.legifrance.com](http://www.legifrance.com)

[www.amf-france.org](http://www.amf-france.org) (site de l'Autorité des marchés financiers).

[www.echr.coe.int/Fr/Judgments.htm](http://www.echr.coe.int/Fr/Judgments.htm) (CJCE, Engel, 8 juin 1976).

Bases de données : Dalloz, Doctrinal, Jurisclasseur Lexis-Nexis, Lextenso.

## TABLE DES MATIERES<sup>296</sup>

### **INTRODUCTION.....05**

### **CHAPITRE I : LE CHAMP D'APPLICATION DE LA NEUTRALISATION .. 14**

#### SECTION I : LES CLAUSES VISEES PAR LA NEUTRALISATION ..... 15

I) Délimitation matérielle : confrontation avec le droit français des sociétés cotées.  
..... 15

II) Délimitation temporelle : les critères permettant de définir l'application dans le temps de l'article 11 ..... 23

#### SECTION II : LES CLAUSES EXCLUES DE LA NEUTRALISATION ..... 28

I) La détermination des clauses exclues.....28

A) Exclusions fondées sur l'intérêt de l'initiateur.....29

B) Exclusions fondées sur l'intérêt de la cible.....30

II) La sanction par le droit commun du non-respect des clauses exclues.....32

A) Analyse de la sanction.....32

B) Appréciation de la sanction.....34

### **CHAPITRE II : LA MISE EN ŒUVRE DE LA NEUTRALISATION..... 39**

#### SECTION I : L'APPLICATION DE LA NEUTRALISATION.....40

I) Les effets de la neutralisation ..... 40

A) De l'observation des effets à l'identification de la nature de l'institution..... 40

B) L'articulation de la neutralisation avec la sanction en France des pactes non publiés.....44

II) Les périodes de neutralisation ..... 46

A) Analyse des périodes de neutralisation..... 46

1) *la neutralisation systématique pendant la période d'acceptation* .....46

2) *la neutralisation conditionnelle à l'issue de l'offre publique* .....48

B) Analyse de la sanction ..... 50

---

<sup>296</sup> Les numéros renvoient aux pages, non aux paragraphes.

SECTION II : LA CONTREPARTIE DE LA NEUTRALISATION .....	54
I) La notion d'indemnisation équitable .....	54
A) La situation en droit français .....	54
B) La position de la directive 2004/25 .....	57
II) La mise en œuvre de l'indemnisation équitable .....	60
A) La détermination des conditions d'indemnisation et des modalités de paiement .....	60
B) La détermination du débiteur de l'indemnité .....	65
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>69</b>

## ANNEXES

ANNEXE 1

**ARTICLE 11.4 de la proposition du 2 octobre 2002:**

*Lorsque, à la suite d'une offre, l'offrant détient un nombre de titres de la société visée qui, en application de la législation nationale, lui permettrait de modifier les statuts de la société, les restrictions au transfert de titres et au droit de vote visées aux paragraphes 2 et 3, ainsi que les droits spéciaux des actionnaires concernant la nomination ou la révocation de membres de l'organe d'administration ou de direction, cessent de produire des effets lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre.*

ANNEXE 2