

UNIVERSITE PANTHEON-ASSAS PARIS II
MAGISTERE DE JURISTE D'AFFAIRES- D.J.C.E
Master 2 DE DROIT DES AFFAIRES
15 mai 2007

Les principes directeurs des offres à la lumière de la directive du 21 avril 2004 et de la loi du 31 mars 2006.

Adil Sahban

Mémoire sous la direction de Monsieur le Professeur Michel Germain

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

Les principes directeurs des offres à la lumière de la directive du 21 avril 2004
et de la loi du 31 mars 2006.

Plan

Introduction

- A) L'émergence précoce de principes directeurs en matière d'offres publiques p7
 - B) Approche comparée des dispositions françaises, britanniques, et allemandes p12
 - C) Une volonté d'harmonisation par les institutions communautaires p15
 - D) Une harmonisation à géométrie variable par la directive 2004/25 p16
 - E) Une volonté de clarification des solutions en matière de loi applicable et en matière de conflits de compétence p19
-
- I) Une convergence entre droit communautaire et droit interne sur certains principes directeurs. p24**
-
- A) Une transparence et une loyauté accrue en matière d'offres publiques p24
- 1) Le principe de transparence et son application en droit interne p24
 - a) La transparence durant la période antérieure à l'OPA p24
 - Les dispositifs de gestion des rumeurs. p25
 - Les limites des dispositifs existants p25
 - La publicité des pactes d'actionnaires p29
 - b) La transparence durant la période d'offre p31

- La publication précoce du projet de note d'information	p31
- Le contenu de la note d'information	p32
- L'efficacité accrue du recours à l'expert indépendant	p33
- La réforme de la procédure de contrôle de l'AMF et le rôle accru de l'exigence de transparence.	p34
- Les limites de la transparence durant la période d'offre	p36
2) Le principe de loyauté dans les transactions et la compétition	p37
a) Définition du principe	p37
b) Portée du principe	p38
B) La vitalité du principe d'égalité des actionnaires en droit national.	p41
1) Définition du principe	p41
2) Des divergences d'application entre droit interne et droit communautaire	p42
a) L'application française du principe d'égalité	p43
- Les dispositifs assurant l'application du principe d'égalité	p44
- Les corollaires au principe d'égalité	p44
* Le principe d'équité	p44
* Le principe de non rupture du contrat d'investissement	p49
b) Le système prôné par la directive	p51
- Comparaison des deux logiques de contrôle	p52
- Avantages et inconvénients comparés des deux systèmes	p54
II) Un principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire, limité en droit interne par la conception française de l'intérêt social.	p58
A) Une réticence vis-à-vis de l'admission du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire	p58
1) Définition du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire	p58
2) L'encadrement des défenses anti-OPA par la directive 2004/25/CE	p59

3) Les réticences du droit français vis-à-vis du principe de prévalence de l'actionnaire

- a) Une transposition de l'article 9 en trompe-l'œil p62
 - * La neutralisation des pouvoirs des dirigeants p63
 - * La reconnaissance corrélative des défenses anti-OPA mises en œuvre par les assemblées p64
 - * L'introduction en droit interne des bons d'offre p69
- b) Une transposition partielle de l'article 11 de la directive p74
- c) Des réticences révélant la difficile intégration en droit interne du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire p75

B) Une réticence s'expliquant par une conception différente de la notion d'intérêt social p78

- 1) Les différentes conceptions de l'intérêt social, et les implications des choix respectifs du droit interne et du droit communautaire p78
 - a) Les trois conceptions de l'intérêt social et les choix des législateurs interne et communautaire p78
 - b) Les distorsions subies par le concept d'intérêt social lors de son appréhension par le droit boursier p86
- 2) Les enseignements du droit comparé p88

Introduction :

La question des offres publiques et de leur réglementation est indéniablement une question sensible, située à l'intersection du droit, de l'économie, et des stratégies politiques.

Le droit des offres publiques est le résultat de la juxtaposition d'arbitrages juridiques, mais aussi économiques. En effet, sans que soit évacuées toutes considérations d'équité, le droit des offres publiques est bien souvent évalué à l'aune de son efficacité macroéconomique, et les compromis réalisés par la réglementation montrent bien la délicate articulation d'objectifs qui peuvent se contredire, comme la nécessité de protection des minoritaires et la volonté de favoriser le processus de concentration et les restructurations¹. L'introduction de l'OPA obligatoire sur 100% des titres, et non plus sur les deux-tiers, lors de la réforme du règlement général du conseil des bourses de valeur, en est un bon exemple. Il s'agissait ici d'opérer un délicat arbitrage entre la volonté de ne pas grever les capacités financières des entreprises nationales, et la nécessité de protection des minoritaires par le mécanisme de l'offre obligatoire. On peut toutefois observer que la volonté de protection des minoritaires constitue aussi dans une certaine mesure une finalité économique, dans la mesure où leur degré de protection peut être une condition d'attractivité de la place de Paris, et à terme, de liquidité et de profondeur du marché.

Peuvent également coexister, sans nécessairement s'opposer, finalités économiques et juridiques. En matière d'offres publiques de retrait obligatoire, se manifeste la volonté de permettre le regroupement de titres non liquides afin d'assurer un fonctionnement plus efficient du marché, ce qui se traduit en aval par le souci d'indemniser de façon équitable l'actionnaire minoritaire².

L'actualité en matière d'offres publiques, notamment l'offre publique de Mittal sur Arcelor, et la décision de fusionner Suez et GDF afin d'éviter une offre publique de l'italien ENEL sur Suez, montre que les offres publiques constituent un sujet politique de premier plan, de par leur impact sur l'économie locale et l'emploi. On comprend donc, à l'heure où « le patriotisme économique » se traduit en actes par des dispositifs de protection des entreprises

¹ « L'OPA à 100% était-elle indispensable? », Hubert de Vauplane, Les Petites Affiches, juin 1992, n°7

² Arrêt « Sogénal », Cass.Com, 29 avril 1997, 95-15.220, publié au bulletin

Arrêt « Orange », CA Paris 6 avril 2004 n°2003/19984, Bulletin Joly Sociétés 01 octobre 2004

françaises opérant dans des secteurs dits « stratégiques »³, et où est envisagé le renforcement de l'actionnariat national (notamment l'actionnariat salarié et le rôle de la Caisse des dépôts et Consignations), que la question de la réglementation des offres publiques soit à l'ordre du jour. S'ajoute à cela l'inquiétude européenne face à l'ampleur prise par le phénomène des fonds souverains, et les recommandations par le commissaire européen au commerce extérieur Peter Mandelson tenant à la création d'une « golden share » européenne...⁴

La question des offres publiques, on le voit, soulève de multiples enjeux, et son encadrement n'est pas aisé. Toujours est-il que sa réglementation, qui peut sembler écartelée par les différents objectifs poursuivis, retrouve une certaine homogénéité grâce à l'existence de principes directeurs, dont l'émergence a été mise en évidence de façon précoce (A), et qui se manifestent dans d'autres traditions juridiques au plan européen (B). Dans une volonté manifeste d'assurer la liberté de circulation des capitaux et de favoriser un processus de concentration à l'échelle européenne, les institutions communautaires ont cherché à favoriser l'harmonisation des règles relatives aux offres publiques (C). Toutefois, le blocage persistant face aux dispositions les plus sensibles de la directive ont incité les institutions communautaires à retenir une harmonisation à géométrie variable (D). Les institutions communautaires ayant échoué à vaincre le pluralisme des réglementations, elles se sont attelées à ordonner celui-ci, ce qui se manifeste par une clarification des règles de conflit de lois et de conflits de compétence (E).

A) L'émergence précoce de principes directeurs en matière d'offres publiques.

Pourquoi parler de principes directeurs des offres ? La notion de principe directeur a fait son apparition de façon relativement précoce⁵ en doctrine, la question est donc de savoir ce que désigne ce terme, ainsi que de savoir le cas échéant quels sont ces principes.

En effet, la réglementation des offres publiques peut sembler au premier abord éclatée en une multitude de dispositifs : ceux relatifs aux offres publiques volontaires, ceux relatifs aux offres publiques obligatoires, à la garantie de cours en cas de cession de bloc de contrôle, aux

³ Décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 (dit « Décret Danone »), réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L 151-3 du Code Monétaire et Financier

⁴ Le Monde, 22 juillet 2007

⁵ « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier » Jean-François Biard, Jean-Pierre Mattout, Banque et Droit n°28, Mars-Avril 1993

offres publiques de retrait et de retrait obligatoire, aux défenses anti-OPA... Néanmoins, la recherche des fondements et des justifications de ces différents dispositifs permet de faire émerger un certain nombre de principes qui les fondent. C'est ainsi, à la faveur de la réforme du règlement général du Conseil des Bourses de Valeur le 15 mai 1992, que furent dégagés par la doctrine un certain nombre de principes directeurs qui fondaient la réglementation des offres publiques. Trois principes furent dégagés des dispositifs du règlement général du Conseil des Bourses de Valeur, avant d'être explicitement consacrés (à l'exception du troisième) par la réglementation, lors de la réforme du règlement général du Conseil des Marchés financiers du 5 novembre 1998.

Le premier principe mis en lumière fut le principe d'égalité. Celui-ci ressortait des dispositions relatives à l'offre publique d'achat obligatoire sur 100% des titres. En effet, par opposition au principe d'égalité des actionnaires tel qu'il est envisagé en droit des sociétés (il est envisagé vis-à-vis des autres actionnaires ou vis-à-vis de la société), le principe d'égalité en droit boursier implique une égalité à l'égard du tiers acquéreur⁶. C'est une égalité face au marché qui est affirmée, qui se concrétise par la reconnaissance d'un droit de sortie au profit du minoritaire. L'expression d'égalité des actionnaires est d'ailleurs réductrice par rapport au champ d'application du principe, dans la mesure où, dès 1992, ce principe d'égalité concerne tous les apporteurs de fonds propres et non pas seulement les actionnaires. Le principe d'égalité dans sa signification en droit boursier correspond donc à une signification large de l'égalité, dans la mesure où il place des apporteurs de fonds aux qualités hétérogènes dans une situation similaire. Comment est mis en œuvre ce principe d'égalité ? Par le biais du mécanisme de l'offre publique obligatoire comme nous l'avons dit précédemment, mais aussi par le mécanisme de la garantie de cours tel que dégagé par la décision de la Commission des opérations de bourse du 27 février 1973. Il est aussi mis en œuvre par le respect de la transparence durant la procédure d'offre, et par le contrôle du prix effectué par l'Autorité des marchés financiers. Il est à noter que si la transparence est perçue, au lendemain de la réforme du 15 mai 1992, comme une modalité d'application du principe d'égalité⁷, elle est aujourd'hui élevée au rang de principe directeur des offres publiques, et sa portée dépasse même le champ des offres publiques pour rayonner dans l'ensemble du droit boursier dont elle semble constituer l'un des piliers.

⁶ « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier » Jean-François Biard, Jean-Pierre Mattout, Banque et Droit n°28, Mars-Avril 1993

⁷ « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier » Jean-François Biard, Jean-Pierre Mattout, Banque et Droit n°28, Mars-Avril 1993

Le second principe, complémentaire au premier, est celui de non rupture du contrat d'investissement. Celui-ci constitue le fondement des offres publiques de retrait déclenchées par les minoritaires, et c'est à cette occasion qu'il fut dégagé. En effet, la notion d'offre publique de retrait fut mise en œuvre par la pratique audacieuse de la COB, qui en l'absence de fondement textuel lui permettant d'imposer le rachat des titres des minoritaires en l'absence de changement de contrôle, utilisait à cette fin son pouvoir en matière de radiation des titres, dans les opérations dites de « public to private »⁸. La COB a donc imposé, dans des cas de restructurations interne où le contrôle n'était pas changé, le rachat des titres des minoritaires, lorsque des changements substantiels affectaient la structure de la société. Elle a ainsi reconnu au profit des minoritaires une faculté de retrait dans des cas de changements radicaux de la structure ou des perspectives économiques ou financières de la société, tels que la suppression du dividende⁹, le changement d'orientation de la société¹⁰, la modification de la taille, de la structure financière et des perspectives de résultat¹¹, et aussi en cas de changement important de la structure juridique¹². Dans son rapport annuel de 1988, la COB rattacha ces différentes hypothèses à leur fondement commun : « Chaque année, la commission rend compte dans son rapport des possibilités de retrait offertes aux actionnaires dans des cas de changement de contrôle ou dans des cas où *du fait d'opérations de restructuration, les droits des actionnaires ont pu être modifiés de manière importante. En effet, toute modification importante du pacte social peut affecter la clause du contrat d'investissement par lequel l'actionnaire a adhéré à la société.* ». La réforme de 1992 du règlement général du conseil des bourses de valeur a intégré cette jurisprudence audacieuse de la COB, en la codifiant au sein des cas d'offres publiques de retrait. Il faut également préciser que la COB se réservait la possibilité de refuser la mise en œuvre de l'OPR au profit du minoritaire, ce qui est toujours le cas aujourd'hui dans la mesure où l'AMF jouit elle aussi d'un pouvoir d'appréciation.

Ce principe de non rupture du contrat d'investissement, mis en œuvre par les cas d'OPR au bénéfice du minoritaire, coexiste avec le principe d'égalité qui fonde le mécanisme de la garantie de cours et de l'OPA obligatoire. Cependant, pour une partie de la doctrine, il aurait été souhaitable de fonder l'ensemble de ces hypothèses sur le principe de non rupture du contrat d'investissement¹³. Il nous semble, à l'instar de Jean-Pierre Biard et Jean-François

⁸ Affaire Renault, Saviem et Berliet, rapport annuel de la COB 1977, p 90

⁹ « Cofica » 1978, « Locabail » 1978

¹⁰ « PUK » 1980, « Compagnie universelle d'Acétylène » 1983, « Speichim » (1987)

¹¹ « Mumm » 1987

¹² « La Carbonique » 1987

¹³ « Réflexions sur les effets de l'action de concert », Dominique Schmidt et Claude Baj, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1992, p 189

Mattout, que cette thèse doit être rejetée car elle conduit à de nombreux inconvénients sur le terrain de la sécurité juridique, le principe d'égalité étant plus facilement cernable dans sa signification et ses modalités que celui de non rupture du contrat d'investissement, qui semble faire davantage appel à une réflexion sur ce que peut légitimement espérer et concevoir l'investisseur lors de sa prise de participation. La sécurité juridique étant une nécessité particulièrement impérieuse concernant le droit boursier, il semble légitime de conférer une place à ces deux mécanismes, et de ne pas confier au second principe un rôle exclusif de protection du minoritaire.

Le troisième principe mis en exergue de façon précoce a été le principe d'équité. Bien que n'ayant pas fait l'objet d'une consécration textuelle, il semble que de nombreuses dispositions règlementaires soient inspirées par ce principe. En effet, il semble que le principe d'équité constitue le fondement le plus satisfaisant aux dérogations apportées à l'obligation de déposer un projet d'offre publique¹⁴. Les situations dans lesquelles une dérogation peut être apportée à l'obligation de déposer un projet d'offre publique semblent être les situations dans lesquelles il serait manifestement inéquitable d'imposer une telle obligation (par exemple un franchissement de seuil occasionnel, ou un franchissement de seuil alors même que le contrôle est déjà détenu par un autre actionnaire). En outre, la marge d'appréciation laissée aux autorités boursières lors de l'octroi de dérogations semble appuyer l'existence d'un tel principe d'équité, l'appréciation en fonction des faits montrant bien que les dérogations ne sont accordées qu'à des fins d'équité. Aux critiques tenant au risque d'impressionnisme¹⁵, il faut opposer que le pouvoir accordé aux autorités boursières permet d'éviter une utilisation abusive des dispositions dérogatoires, par exemple lorsque le seuil est franchi du fait d'une réduction du nombre de titres, et qu'il est franchi passivement mais non involontairement. Le pouvoir d'appréciation des autorités boursières semble donc s'imposer, de façon à éviter une utilisation abusive des cas de dérogation. Ici encore, comme dans d'autres branches du droit, l'équité vient s'appliquer de façon classique, comme un tempérament à la rigueur de règles générales.

Le principe d'équité semble aussi avoir vocation à s'appliquer lorsqu'il s'agit de déterminer l'indemnité allouée au minoritaire en cas d'offre publique de retrait obligatoire. Il semble

¹⁴ « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier » Jean-François Biard, Jean-Pierre Mattout, Banque et Droit n°28, Mars-Avril 1993

¹⁵ « 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 », Frédéric Peltier, Franck Martin Laprade, Bulletin Joly Bourse, 01 septembre 2004, n°5, p 3

toutefois que l'on constate un léger reflux de ce contrôle jurisprudentiel du prix équitable, dans la mesure où après avoir exercé un contrôle étendu sur les critères retenus lors de l'appréciation du prix et leur pondération¹⁶, les juges du fonds semblent revenir à une plus grande orthodoxie et refuser de contrôler le prix dès lors que la méthode multicritères a été appliquée¹⁷.

Ces trois principes ont donc été reconnus de façon précoce par la doctrine comme constituant l'armature de la réglementation des offres publiques. L'évolution récente du droit des offres publiques a toutefois fait apparaître de nouveaux principes directeurs.

Il faut tout d'abord rappeler que le principe de transparence a conquis son autonomie, au point de faire l'objet d'une directive autonome¹⁸, et a été érigé en tant que principe directeur des offres publiques par la directive 2004/25 du 21 avril 2004. Ensuite, concernant la reconnaissance de nouveaux principes à proprement parler, trois nouveaux principes ont été dégagés, et sont aujourd'hui de droit positif : celui de loyauté dans les transactions et la compétition, celui de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire, et celui de respect de l'intérêt social des sociétés concernées, la société cible comme l'initiatrice.

Nous verrons plus en détail dans le corps de cette étude comment ces nouveaux principes sont conçus et mis en application par le législateur communautaire et interne, et quelles sont les difficultés que les deux derniers principes suscitent lors de leur application. Il apparaît néanmoins, avant toute réflexion sur les convergences et divergences entre le droit interne et le droit communautaire, que la réglementation des offres publiques, et les principes directeurs qui guident cette réglementation, apparaissent par strates successives.

Nous ne traiterons pas dans le cadre de cette introduction l'évolution des dispositifs relatifs aux offres publiques (réforme du régime des dérogations, apparition de nouveaux cas d'offres publiques de retrait, et de retrait obligatoire...), car la construction du régime des offres publiques s'opérant par strates, nous retrouverons la plus grande partie de ceux-ci lors de notre examen du droit positif, dans le corps de la démonstration. Nous les envisagerons dans le corps de cette étude, car ils constituent les mesures d'application qui permettent d'assurer la concrétisation des principes directeurs.

¹⁶ CA Paris 5 mai 1998, CA Paris 30 mai 2000, CA Paris 17 décembre 2000, CA Paris 9 avril 2002

¹⁷ Arrêt « Orange », CA Paris 6 avril 2004, 2003-19984, Bulletin Joly Sociétés 01 octobre 2004

¹⁸ Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004, sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé

En revanche, il peut être intéressant de dresser un bref aperçu des principes qui étaient applicables dans les Etats voisins avant la transposition de la directive, la diversité des traditions juridiques justifiant comme nous le verrons l'ambition harmonisatrice de la directive 2004/25 du 21 avril 2004.

B) Approche comparée des dispositions françaises, anglaises, et allemandes.

Un certain nombre de similitudes, mais aussi de différences, apparaissent quand on dresse un bref aperçu comparatif de notre législation et des législations allemande et britannique.

Concernant les principes applicables en droit allemand, il semble tout d'abord que le principe de transparence soit aussi reconnu et appliqué avec attention, la réglementation allemande imposant la diffusion d'informations complètes en plusieurs occurrences. Dès l'admission à la cote, l'émetteur est tenu de diffuser un certain nombre d'informations, qui seront plus ou moins complètes selon le marché règlementé dont il s'agit, de la cote officielle (le Amtlicher WertpapierhandlMarket), au marché hors cote (Freimarkt), en passant par le second marché (Geregelter Markt)¹⁹. Ensuite, en amont de l'offre, il existe un dispositif de franchissement de seuil analogue au système français (il est fait allusion ici au système de droit des sociétés de l'article 233-7 du Code de commerce, et non au mécanisme de l'offre publique obligatoire), destiné à éviter les prises de contrôle rampantes, et à permettre une connaissance précise de l'actionnariat. Enfin, lors du lancement d'une OPA, des règles du code de bonne conduite (le Übernahmekodex) sont applicables, et mettent une obligation d'information à la charge de l'initiateur. Concernant le principe de transparence, il semble donc que des similitudes réelles existent entre le droit français et le droit allemand, qui adoptent tous les deux des dispositifs complets pour assurer l'application efficace de ce principe.

En matière d'offres publiques, le droit allemand assure également la protection des minoritaires, une protection accrue depuis la réforme intervenue en 2001, qui impose le lancement d'une offre publique dès que le seuil de 30% est atteint, au lieu de 50% auparavant. Les actionnaires minoritaires sont également protégés en droit allemand par la possibilité qui leur est reconnue de révoquer un ordre en cas de surenchère par l'initiateur²⁰. Toutefois, autant l'intervention de l'Etat (comme l'a montré l'affaire Thyssen Krupp²¹), que les larges

¹⁹ « Les OPA en Europe », p 57, Viviane de Beaufort, éditions economica.

²⁰ Article 14 du « Übernahmekodex » (Code de bonne conduite)

²¹ « Les OPA en Europe », p 63, Viviane de Beaufort, éditions economica

possibilités de dérogation permettant d'éviter l'offre obligatoire²², semblent montrer que la protection du minoritaire, même accrue par la loi de 2001, reste moins forte que celle assurée par le droit français.

Concernant le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire, il semble que ni l'Allemagne ni la France²³ n'appliquent à la lettre cet objectif. Le droit français antérieur à la loi du 31 mars 2006 semblait toutefois plus favorable à l'initiateur et aux offres publiques que le droit allemand, dans la mesure où, aux termes de l'article L 233-32 du code de commerce, toute délégation de l'assemblée générale était suspendue en période d'OPA, « sauf si elle s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre ». De l'autre côté du Rhin, la marge de manœuvre semblait, à notre sens, plus large, dans la mesure où l'interprétation a contrario de l'article 33 al1 du « Wertpapierübernahmegesetz » (issu de la réglementation de 2001, et entré en vigueur le 1^{er} janvier 2002) permettait à la doctrine allemande de considérer qu'une large marge de manœuvre existait au profit du conseil de surveillance, pour autoriser le directoire à adopter des défenses anti-OPA. Ce pouvoir du conseil de surveillance est toutefois limité par les prérogatives reconnues aux assemblées, ainsi que par la nécessité d'agir dans l'intérêt social lors de la mise en œuvre de ces défenses. Il semble donc qu'avant la transposition de la directive, le droit allemand admettait des possibilités de défenses anti-OPA plus étendues que ne le faisait le droit français. Toutefois, il semble que depuis la transposition par ces deux pays de la directive, cet écart se soit atténué²⁴, car si l'Allemagne (dont il faut rappeler qu'elle a manifesté de fortes réticences à l'égard de la directive) a fait jouer à plein le dispositif d'options de l'article 12, la France a, quant à elle, en dépit de la transposition totale de l'article 9 et partielle de l'article 11, étoffé son arsenal anti-OPA en admettant la possibilité d'émettre des bons d'offre.

Il semble donc que de grandes similitudes caractérisent les droits français et allemands, qui manifestent d'égales réticences au « désarmement » de leurs entreprises nationales. Les modalités d'application des principes directeurs et l'étendue de celle-ci diffèrent toutefois sensiblement d'un droit à l'autre.

²² « Les OPA en Europe », p 63, Viviane de Beaufort, éditions economica

²³ « Le patriotisme économique, une réalité des deux côtés du Rhin ? » Reinhard Dammann, et Uta Volk, Recueil Dalloz 2006, n°24, p 1674

²⁴ « Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemands après la 13^{ème} directive », Klaus J. Hopt, Recueil Dalloz 2007 n°7, p 462-464

Concernant le droit britannique, la mouture antérieure à la directive consacrait un certain nombre de principes directeurs.

Concernant le principe de transparence, le droit britannique se caractérisait déjà par un cadre réglementaire extrêmement complet²⁵. Tout d'abord, les sociétés cotées devaient déjà fournir de nombreuses informations en vertu du « Yellow Book »²⁶ et de l'article 144 du « Financial Services Act » au moment de l'admission à la cote. Ensuite, des informations périodiques étaient également imposées avant la transposition de la directive, par le chapitre 9 du « Yellow Book », intitulé « continuing obligations ». Le « City Code » prévoit aussi que lors du déclenchement de l'OPA, une information complète, exacte, et publique, doit être adressée aux actionnaires de la cible, qui doit se munir de conseillers compétents et indépendants qui lui donneront un avis éclairé et indépendant sur l'offre²⁷. Le droit des sociétés ainsi que le droit boursier prévoyaient également, avant même que la directive ne soit transposée par une modification du « City Code »²⁸, un système complet de franchissement de seuils. Enfin, le droit britannique se souciait déjà d'assurer la transparence en amont par l'existence d'un dispositif de gestion des rumeurs, qui a inspiré notre propre système²⁹.

Les mécanismes de protection des minoritaires se trouvaient également présents en droit britanniques, le dispositif de l'offre publique obligatoire étant très proche du notre. En effet, le seuil de 30% des droits de vote, entraîne l'obligation de déposer une offre publique, ainsi que l'acquisition de plus de 1% par an entre 30% et 50%. En outre le mécanisme de protection des minoritaires de l'offre publique de retrait est applicable à compter de 90% des droits de vote, et non 95% comme en droit français, ce qui manifeste un intérêt accru pour la protection des minoritaires.

Concernant la question des défenses anti-OPA, le droit britannique appliquait, avant même la directive, des principes proches de ceux prônés par les institutions communautaires. Il retenait un large éventail de défenses, mais leur légitimité reposait sur le pouvoir de l'assemblée générale, les pouvoirs des dirigeants étant suspendu en période d'offre dans la mesure où ils

²⁵ « Les OPA en Europe », p 536, Viviane de Beaufort, éditions economica

²⁶ Le « Yellow Book » désigne les « Listing rules », qui sont les règles mises en place par la « Financial Services Authority » pour réglementer l'admission à la cote

²⁷ City Code, Rule 3.1

²⁸ Cette réforme ayant vocation à transposer par intérim la directive, en attente de l'entrée en vigueur du « 2006 Companies Act »

²⁹ « Gestion des rumeurs préalables à une offre publique : de l'exemple britannique à Danone », François Basdevant, Revue Lamy Droit des affaires, 2007

« La déclaration d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique: commentaire du dispositif de gestion des rumeurs en matière d'offre publique », Bulletin Joly Bourse, 01 janvier 2007, n°1, p 5

pourraient faire échouer celle-ci. Le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire était donc appliqué de façon plus stricte qu'en droit français et en droit allemand.

Des différences certaines existaient donc entre les droits anglais, français, et allemand, avant l'adoption de la directive. Il faut toutefois noter que le droit britannique n'a été que peu modifié par la directive, dans la mesure où il était déjà assez libéral et favorable aux OPA. Les principes de transparence, d'égalité des actionnaires et de prévalence de l'intérêt des actionnaires étaient donc déjà appliqués de façon approfondie par ce droit, qui, semble-t-il, n'a pas connu de véritables bouleversements du fait de la transposition. Ce qui explique que le « Panel on takeovers and mergers » (l'autorité professionnelle dictant les règles de conduite en matière d'OPA), dans son rapport 2007, espère que la révision annoncée de la directive en 2011 dans le cadre du processus Lamfalussy conduira les autres Etats membres à aller plus loin dans l'application des articles 9 et 11³⁰...

C) Une volonté d'harmonisation par les institutions communautaires.

Face à cette diversité des traditions juridiques, la volonté du législateur communautaire d'harmoniser la réglementation des offres publiques semble compréhensible. Mais plus que d'assurer la prévisibilité des règles applicables, ce qui pourrait être fait par les méthodes classiques du droit international privé, il semble que la volonté des institutions communautaires s'explique essentiellement par des facteurs économiques, et plus subsidiairement par une volonté de rénovation du cadre juridique de protection de l'investisseur dans les hypothèses d'offres publiques.

En effet, les dispositions applicables aux offres publiques sont aussi le reflet de différences de modèles économiques. Dans ces conditions, la volonté des institutions communautaires de favoriser le financement direct (par opposition au financement bancaire) semble être une préoccupation constante, celui-ci étant perçu comme moins coûteux et plus efficient. En outre, les restrictions nationales aux mouvements internationaux de capitaux sont contraires à la liberté de circulation des capitaux³¹. Dans cette optique, la directive 2004/25 constitue une mesure d'application permettant d'assurer le respect du droit communautaire originaire. Enfin, le considérant n°3 de la directive révèle un autre objectif majeur de cette directive,

³⁰ « reports and accounts for the year ended », Panel on takeover and mergers, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>

³¹ Article 56 du TCE

favoriser le processus de concentration à l'échelle européenne. La volonté de constitution de « champions européens » prenant la place des « champions nationaux » est donc manifeste, comme le révèle la lecture de ce considérant : « Il est nécessaire d'assurer, à l'échelle de la communauté, la clarté et la transparence en ce qui concerne les questions juridiques à régler en cas d'offres publiques d'acquisition *et d'empêcher que les plans de restructurations d'entreprise dans la communauté soient faussés du fait de différences arbitraires dans les cultures d'administration et de gestion* ».

La volonté de la directive, dans sa première mouture, était donc de favoriser les offres transfrontières au sein de l'Union en mettant en place un cadre commun en matière d'offres publiques. L'objectif était de vaincre les obstacles existants dans les droits nationaux, et de placer l'actionnaire au centre des priorités en limitant la validité des défenses anti-OPA aux défenses décidées par l'assemblée générale.

Le deuxième objectif, poursuivi de façon subsidiaire à travers la proposition de directive, était un objectif de clarification des règles de protection des investisseurs. Les règles de protection des investisseurs peuvent schématiquement selon nous faire l'objet d'une classification tripartite, au premier chef les dispositifs de protection des minoritaires, ensuite les dispositions relatives à la transparence, et enfin les dispositions relatives à l'obligation de loyauté dans les transactions et la compétition.

Ces objectifs semblent avoir entraîné moins de réticences, car ils ne mettent pas en jeu, contrairement au premier, de délicates questions de souveraineté et d'impacts sur les agrégats économiques nationaux, et ils coïncidaient déjà largement avec l'état et les ambitions de notre droit national.

Il nous semble donc que c'est le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire et sa concrétisation par les articles 9 et 11 de la directive qui ont suscités de fortes réticences et non pas le principe d'égalité des actionnaires (même si les modalités d'application de cette égalité différaient sensiblement de celles retenues en droit interne) et la volonté d'approfondir la transparence et la loyauté sur les marchés.

D) Une harmonisation à géométrie variable par la directive 2004/25/CE.

C'est donc, nous semble-t-il, l'application concrète du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire par les articles 9 et 11, qui a failli coûter la vie à cette directive, dont l'adoption a pris près de 15 ans. Ces deux dispositions prévoient la neutralisation des pouvoirs des dirigeants en cours d'offre dans la mesure où l'exercice de ceux-ci serait de nature à faire

échouer l'offre (article 9), et la neutralisation des restrictions statutaires et extrastatutaires à la négociation des titres et à l'exercice des droits de vote en période d'offre (article 11, §2 et §3). Il est aussi à noter que l'article 11 de la directive prévoit la neutralisation des droits extraordinaires au bénéfice de certains actionnaires concernant la nomination et la révocation de membres d'organes d'administration et de direction, ainsi que la neutralisation des dispositifs vus plus hauts (les dispositifs des §2 et 3 de l'article 11), lorsqu'après la période d'offre, l'initiateur détient au moins 75% du capital et des droits de vote.

Ces deux articles opèrent une restriction des possibilités de défense anti-OPA, en faisant de l'Assemblée générale le seul dépositaire du pouvoir en période d'offre (« passivity rule »), et en neutralisant les défenses préventives statutaires et extrastatutaires (« break-through rule »). Nous les envisagerons plus en détail dans le corps de nos développements, nous ne les évoquons ici que dans le cadre de l'exposé des difficultés d'adoption de la directive.

Les Etats membres étant pour la plupart réticents à « désarmer » leurs entreprises nationales et à ouvrir leur capital aux initiateurs potentiels (communautaires et extracommunautaires), ces dispositions ont empêché l'adoption de la directive durant de longues années.

L'adoption de la directive n'a été rendue possible que par un compromis à deux volets proposé par le Portugal, suivi ensuite par l'Italie. Ce compromis se caractérise par un double système d'option figurant à l'article 12 de la directive. Cet article 12 précise que les Etats membres peuvent ne pas appliquer les articles 9, §2 et §3, et/ou l'article 11. Il est donc possible d'opter pour l'application de l'un ou l'autre de ces articles, pour les deux, ou pour aucun des deux. Le deuxième volet de ce système d'option réside dans la possibilité reconnue aux Etats membres, s'ils font usage de l'option, de décider d'autoriser les entreprises à se lier par ces articles 9 et 11 sur la base du volontariat.

Ce double système d'option est précisé par une clause de réciprocité. Cette clause de réciprocité sur laquelle nous reviendrons dans le corps de cette étude, permet à la société cible de ne pas appliquer les articles 9 et 11 lorsque la cible ne les applique pas elle-même, ou n'est pas liée par des mesures équivalentes. Cette clause de réciprocité a généré un certain nombre d'incertitudes, notamment celle consistant à savoir si elle doit jouer quand les Etats membres ont opté pour l'application des articles 9 et 11, ou si elle doit uniquement jouer dans les cas où les articles 9 et 11 sont appliqués sur la base du volontariat³². L'Etat français a retenu la première analyse lors de la transposition, dans la mesure où il a transposé l'article 9, mais

³² « Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité » » Anne Maréchal, et Alain Piétrncosta, Bulletin Joly Bourse 01 novembre 2005 N°6, p 797

sous réserve de réciprocité, une réserve de réciprocité qui, nous le verrons, a été retenue de façon très large³³.

Cette triple liberté reconnue aux Etats, tout d'abord celle de transposer ou non les articles 9 et/ou 11, ensuite celle d'autoriser l'application des articles sur la base du volontariat dans l'hypothèse de non transposition, et enfin celle de permettre aux entreprises nationales d'appliquer ces articles sous réserve de réciprocité par l'initiateur, semble de nature à encourager une grande diversité des solutions au sein de l'Union, ce qui contredit l'objectif initial de la directive qui était de fixer un cadre réglementaire commun en matière d'offres publiques. Nous reviendrons plus loin sur les options qui ont été exercées par la France concernant l'article 9 et l'article 11.

Faute d'avoir réussi à en finir avec le pluralisme des réglementations relatives aux offres publiques, il semble que le législateur communautaire ait eu le souci d'encourager une harmonisation spontanée, « par le bas », en utilisant le système des options. C'est ainsi que le législateur français a transposé totalement l'article 9, mais en faisant jouer la clause de réserve de réciprocité de façon large³⁴, et a transposé partiellement l'article 11, sans réserve de réciprocité, mais en permettant pour les dispositifs non transposés de ce même article une application volontaire de la part des sociétés françaises.

La diversité des combinaisons possibles montre donc bel et bien que subsiste une réelle diversité réglementaire au sein de l'Union européenne. Il semble à notre sens que la multiplicité des options, et les difficultés inhérentes à leur interprétation par les autorités nationales³⁵, ne favoriseront pas à l'avenir la lisibilité des différents droits au sein de l'Union européenne.

Le législateur communautaire n'ayant convaincu les Etats membres qu'au prix d'une directive d'harmonisation « a minima »³⁶, il s'est toutefois attelé à régler les délicates questions de conflits de lois et de conflits de compétence qui se posent en droit boursier. De telles questions avaient pris une acuité particulière à l'occasion de l'offre publique d'achat de Mittal sur Arcelor³⁷. Savoir quelles ont été les réponses apportées par la directive nous permettra de

³³ « Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des options françaises », Lexbase hebdo n° 211 du jeudi 20 avril 2006

³⁴ « Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des options françaises », Lexbase hebdo n° 211 du jeudi 20 avril 2006

³⁵ « Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité » » Anne Maréchal, et Alain Piétrancosta, Bulletin Joly Bourse 01 novembre 2005 N°6 p 797

³⁶ « Une harmonisation a minima pour la directive OPA », Bernard Geneste, Option finance n°763, 15 décembre 2003

³⁷ « Droit du commerce international », Louis d'Avout et Sylvain Bollée, Recueil Dalloz juillet-août 2007 p 2562

préciser le champ d'application de la réglementation française que nous étudierons dans le corps de nos développements.

E) Une volonté de clarification des solutions en matière de loi applicable et en matière de conflits de compétence.

L'exposé des solutions retenues par la directive en matière de conflits de lois et de conflits de compétence nous semble utile pour plusieurs raisons. Tout d'abord, comme nous l'avons vu plus haut, le système d'options retenu pour les dispositions les plus sensibles de la directive tend à installer une irréductible diversité des réglementations au sein de l'Union. Ensuite, l'exposé de ces solutions s'impose aussi dans la mesure où les principes directeurs des offres publiques évoqués par la directive prennent une coloration bien particulière en droit national, dans la mesure où ils se heurtent à une tradition juridique, et économique, différente de celle du droit communautaire. L'exposé des règles de conflits de lois et de conflits de compétence permettra donc de déterminer le champ d'application de la réglementation française que nous étudierons plus loin. Une réglementation, qui, nous le verrons, présente des convergences mais aussi des divergences vis-à-vis du droit communautaire sur le terrain des principes directeurs.

A titre préliminaire, concernant le champ d'application *ratione materiae* de la directive, il semble qu'elle se limitait à l'encadrement des offres publiques sur les marchés réglementés³⁸. La loi du 31 mars 2006 a toutefois conféré un champ plus large à la réglementation des offres publiques dans la mesure où elle semble s'appliquer aussi aux marchés non réglementés³⁹, cette extension étant toutefois doublement conditionnée par l'appréciation de l'AMF qui peut décider de n'appliquer qu'une partie de la réglementation, et par l'exercice de cette faculté par le gestionnaire de marché⁴⁰.

Il faut toutefois préciser que la loi du 26 juillet 2005 dite loi « Breton » avait déjà étendu le mécanisme de la garantie de cours aux systèmes multilatéraux de négociation⁴¹, ce qui montre que la loi du 31 mars 2006 se situe dans une tendance qui avait déjà été amorcée auparavant.

³⁸ Considérant n°1 de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition

³⁹ Article L 433-1 IV du Code monétaire et financier

⁴⁰ « La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition » Thierry Bonneau, La semaine juridique édition générale n°17, 26 avril 2006, I 134

⁴¹ « Nouveau régime pour les OPA sur Alternexet », Philippe Engel, Option finance n° 846 du 29 août 2005

Concernant le champ d'application *rationae locii* des réglementations nationales, et les règles de compétence territoriale des autorités de contrôle, la directive a posé plusieurs principes, qui, nous le verrons, suscitent certaines difficultés.

Les dispositions de l'article 4 de la directive, intitulé « Autorité de contrôle et droit applicable », ont été transposées par la loi du 31 mars 2006, et intégrées aux articles L 433-1, L 433-1-I, L 433-3 et L 433-4 du Code monétaire et financier.

Les règles relatives à la désignation de l'autorité compétente sont les suivantes : L'autorité compétente est normalement celle de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social, lorsque les titres de cette société sont admis à la négociation sur un marché réglementé de cet Etat membre. Si ces deux points de rattachement sont dissociés, la directive fait prévaloir le critère du marché sur celui du siège, et l'autorité compétence sera celle de l'Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres de la société ont été admis à être négociés. En cas de multi-cotation, l'autorité compétente sera celle de l'Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres ont été admis à la négociation en premier lieu. En cas de multi-cotation simultanée, une distinction est opérée entre les titres admis à la négociation avant et après le 20 mai 2006 (qui constituait l'expiration du délai de transposition). Pour les titres admis à la négociation avant cette date, les autorités de contrôles potentiellement compétentes désignent parmi elles l'autorité compétente dans un délai de 4 semaines, à défaut de quoi le choix est laissé à la société. Pour les titres admis à la négociation après le 20 mai 2006, la société visée détermine l'autorité compétente en informant l'ensemble des autorités de contrôle des Etats membres le premier jour de la négociation.

Concernant le droit applicable, une distinction est opérée selon la nature de la question posée. La directive et la loi du 31 mars 2006 disposent que les questions relatives à « la contrepartie offerte en cas d'offre, en particulier au prix, et les questions ayant trait à la procédure d'offre, notamment aux informations sur la décision prise par l'offrant de faire une offre, au contenu du document d'offre, et à la divulgation de l'offre », « sont traitées conformément aux règles de l'Etat membre de l'autorité compétente ». Le système s'efforce de ne pas dissocier les règles applicables aux offres publiques et l'autorité compétente, en faisant coïncider les deux. Un choix qui semble judicieux, dans la mesure où les autorités de contrôle ne sont pas forcément au fait des pratiques de contrôle de ses homologues européens, ainsi que de la teneur complète des réglementations des autres Etats membres.

Concernant les questions relatives « à l'information qui doit être fournie au personnel de la société visée, et les questions relevant du droit des sociétés, notamment le pourcentage des droits de vote qui donne le contrôle et les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi

que les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre, les règles applicables, et l'autorité compétente sont celles de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social ».

Autrement dit, la directive, ainsi que les dispositions de droit interne en opérant la transposition, ont distingué les questions relevant du droit boursier et celles relevant du droit des sociétés (on s'en aperçoit du fait que l'énumération est non limitative), afin de faire coïncider les règles applicables aux premières avec la compétence de l'autorité de contrôle, et de laisser les règles de droit international des sociétés s'appliquer pour les secondes (le critère du siège social étant le critère de rattachement des sociétés en droit international privé français). Le choix opéré, s'il semble logique, n'en demeure pas moins porteur de difficultés. En effet, il peut être très difficile de distinguer les matières relevant du droit boursier et du droit des sociétés, dans la mesure où certaines questions peuvent faire l'objet d'un traitement concurrent par les deux matières⁴². Cela explique la proposition faite par deux rapports émis en 2003 par la commission⁴³, de considérer que le droit applicable et l'autorité compétente sont celles du siège social.

Cette règle semble au premier abord avoir le mérite de la simplicité. Il semble toutefois que cette simplicité, tout d'abord ne soit qu'apparente, et qu'ensuite elle induise des comportements difficilement contrôlables de la part des sociétés. Tout d'abord un tel critère ne simplifie qu'en apparence les problèmes de loi applicable, car dans les cas où le siège social et le siège statutaire différaient, il faudrait déterminer le siège réel, ce qui réintroduirait une casuistique peu satisfaisante pour la sécurité des opérations transfrontières. Ensuite, il faut examiner une telle initiative au regard de la jurisprudence de la CJCE relative au rattachement des sociétés à un ordre juridique⁴⁴. La CJCE considère en effet depuis l'arrêt *Uberseering* que le changement de rattachement opéré ne peut être contesté par les Etats membres dans la mesure où cela aboutirait à violer la liberté d'établissement reconnue par le traité de Rome⁴⁵. La grande latitude reconnue aux parties relativement au rattachement

⁴² « Droit du commerce international », Louis d'Avout et Sylvain Bollée, Recueil Dalloz juillet-août 2007 p 2562 « Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers », Alain Couret, Hervé le Nabasque, Alain Piétrancosta, et Philippe Portier, éditions transactive

⁴³ Commission juridique et du marché intérieur, rapports du 11 mars et du 3 septembre 2003

⁴⁴ Daily Mail, CJCE 27 septembre 1988, Revue critique de droit international privé, n°3, juillet-septembre 2003 Centros, CJCE 9 mars 1999, Revue critique de droit international privé, n°3, juillet-septembre 2003

Uberseering, CJCE 5 novembre 2002, Revue critique de droit international privé, n°3, juillet-septembre 2003

Inspire Art, 30 septembre 2003, Revue critique de droit international privé, n°1, janvier-mars 2004

Sevic Systems, CJCE 13 décembre 2005, Revue critique de droit international privé, n°3, juillet-septembre 2006

⁴⁵ Articles 43 et 48 du TCE

international des sociétés, conjuguée à une règle simple de rattachement en matière de droit boursier et de droit des sociétés favoriserait, à notre sens, des comportements opportunistes voire frauduleux, et permettraient de façon aisée aux sociétés de « répudier » un droit national fortement teinté d'ordre public.

Nous estimons donc, pour notre part, que la solution actuellement retenue, si elle suscite d'inévitables difficultés, reste toutefois préférable à celle suggérée par la commission, qui conduirait à ouvrir une véritable boîte de Pandore.

L'apport de la directive 2004/25/CE réside donc dans sa volonté de clarification des dispositifs existants en matière d'OPA, tant sur le plan du droit international privé que sur le plan substantiel. Nous avons vu que cet objectif de clarification des règles applicables aux OPA avait été poursuivi avec plus ou moins de bonheur, du fait notamment des multiples options laissées aux Etats membres. Il est toutefois important de souligner que si l'harmonisation des dispositions substantielles appliquant les principes directeurs a été limitée par les réticences nationales, une œuvre non négligeable a toutefois été réalisée. Les principes directeurs sont énumérés par la directive 2004/25/CE à l'article 3 :

1° la nécessité d'un traitement équivalent pour tous les détenteurs de titres de la même catégorie, 2° la nécessité pour les détenteurs de titres de disposer de suffisamment de temps et d'information pour prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause, 3° la nécessité pour l'organe d'administration ou de direction de la société visée d'agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et de ne pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre, 4° de ne pas perturber le fonctionnement des marchés par des marchés faussés entraînant une variation artificielle des cours, 5° la nécessité de s'assurer avant toute offre de la possibilité de fournir la contrepartie promise et de prendre des mesures raisonnables pour assurer la fourniture de toute contrepartie, et enfin 6° la nécessité de ne pas gêner la société visée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités en raison d'une offre concernant ses titres.

Il nous semble que certains principes énumérés par la directive participent d'un seul et même principe c'est pourquoi nous pensons devoir retenir comme base la classification suivante,

opérée par Alain Viandier⁴⁶. Les principes directeurs, tels qu'ils résultent de la directive européenne 2004/25 concernant les offres publiques d'acquisition, de la décision de la COB du 25 juillet 1978, de la loi du 31 mars 2006, et de l'article 231-3 du Règlement général de l'AMF, semblent être les suivants : 1° le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire (qui se manifeste dans le règlement général AMF par le principe de « libre jeu des offres et de leurs surenchères), 2° le principe de l'égalité de traitement et d'information des actionnaires, 3° le principe de transparence et d'intégrité du marché, 4° le principe de loyauté dans les transactions et la compétition, 5° et la nécessité du respect de l'intérêt social des sociétés concernées.

A ces 5 principes, qui semblent aujourd'hui constituer l'armature du droit des offres publiques, certains éminents auteurs⁴⁷ en ajoutent un 6^{ème}, le principe de bon déroulement de la procédure d'offre. Nous reviendrons sur ce principe dans le cadre de nos développements. Ayant brièvement déterminé le champ d'application de la réglementation française, nous pouvons maintenant nous atteler à esquisser dans le corps de cette étude une comparaison entre les principes directeurs tels qu'ils sont perçus et appliqués, en droit interne, et en droit communautaire. Nous retiendrons la classification vue plus haut, afin de déterminer les points de rencontre et les divergences entre notre droit et le droit communautaire. Les principes directeurs font en effet l'objet d'un accueil contrasté en droit interne, ce qui justifie à notre sens une démarche comparative permettant de dégager les points de rapprochement et les différences subsistant entre droit interne et droit communautaire, et d'en rechercher les causes.

En effet, si se manifeste de façon certaine I) une convergence entre droit interne et droit communautaire sur certains principes directeurs, il n'en demeure pas moins, nous semble-t-il, que II) le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire reste limité en droit interne par la conception française de l'intérêt social.

⁴⁶ « OPA, OPE, et autres opérations », Alain Viandier, n°78, p 20, 2006, éditions Francis Lefebvre

⁴⁷ « Le prix dans les offres publiques », Jean-Jacques Daigre, Revue de droit bancaire et financier, mars-avril 2002, p 56

« Les Bons Plavix », Stéphane Sylvestre, Les petites affiches, 08 février 2005

I) Une convergence entre droit communautaire et droit interne sur certains principes directeurs.

Nous verrons en A) que notre droit interne se caractérise par des exigences de transparence et de loyauté accrues par les réformes récentes, et détaillerons en B) comment le principe d'égalité des actionnaires jouit d'une réelle vitalité en droit national.

A) Une transparence et une loyauté accrue en droit interne.

Ces deux principes que sont le principe de transparence et le principe de loyauté sont en effet consacrés dans une très large mesure par des dispositions de droit national, ainsi que par la pratique de l'AMF. Nous les envisagerons l'un après l'autre, en évaluant leur conformité aux objectifs poursuivis par la directive.

1) Le principe de transparence et son application en droit interne.

Le principe de transparence est consacré par la directive 2004/25/CE à l'article 3, 1° b et d. Le b semble concerner la transparence au bénéfice des actionnaires de la cible, et le d au bénéfice de l'initiateur. Il est également présent à l'article L 233-1 du Règlement général AMF qui parle de « transparence et intégrité du marché ». L'intégrité du marché semble correspondre à une notion plus large que la transparence, dans la mesure où elle fonde des dispositifs qui débordent largement la matière des OPA, comme la lutte contre les opérations d'initié. Il est donc usuellement simplement fait référence au principe de transparence, la transparence devant participer de l'intégrité du marché. Comment donc expliquer la juxtaposition de ces deux notions ?

Il nous semble que la nécessité d'intégrité du marché, qui suit le principe de transparence, vient conférer une portée étendue au principe de transparence, qui se déploie vis-à-vis de la cible et de l'initiateur, mais s'adresse aussi au marché dans son ensemble. Autrement dit, aussi bien la cible que l'initiateur doivent disposer de certaines informations lors de l'offre, mais l'existence ou l'imminence de celle-ci constitue aussi une information que le marché doit connaître. L'étendue des dispositifs existants en matière de promotion de la transparence

semble, à notre sens, valider notre interprétation de cette juxtaposition du principe de transparence et de l'exigence d'intégrité du marché.

Comment ce principe de transparence est-il mis en application au plan interne ?

Le principe de transparence est un principe directeur des offres publiques, dont le contenu, autant que la portée ratione temporis n'a cessé de s'étendre. Nous envisagerons donc d'abord le principe de transparence antérieurement à l'offre avant de l'envisager durant la période d'offre.

a) La transparence durant la période antérieure à l'OPA

Nous excluons volontairement du champ de l'étude les dispositions des articles L 233-7 et suivants du Code de commerce, dans la mesure où ces dispositifs régissant les sociétés cotées, même s'ils ont pour but de promouvoir la transparence, ne déclenchent pas l'obligation de déposer une offre publique. Ils permettent d'accroître la transparence, mais relèvent du droit des sociétés cotées plus que du droit des offres publiques.

La transparence antérieure à l'OPA se caractérise par des dispositifs de gestion des rumeurs destinés à éclaircir les intentions de certains opérateurs sur le marché. Il se caractérise aussi par une exigence de publicité des pactes d'actionnaires⁴⁸ lorsqu'ils constituent des conventions passées entre actionnaires de sociétés cotées comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions.

- Les dispositifs de gestion des rumeurs

Un dispositif de gestion des rumeurs, bien qu'imparfait, existait avant même les lois « Breton » du 26 juillet 2005 et la loi du 31 mars 2006, il s'agit du dispositif encore en vigueur de l'article 222-7 du RGAMF. Celui-ci dispose à l'alinéa premier que « toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération. ». L'alinéa 2 ajoute cependant que « si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si elle est en

⁴⁸ Article 223-18 du Règlement général AMF, et article L233-11 du Code de commerce

mesure de préserver cette confidentialité, la personne mentionnée au premier alinéa peut prendre la responsabilité d'en différer la publication ». L'efficacité limitée de ce dispositif a toutefois été mise en évidence dans l'affaire Euronext Deutsche Börse, où l'AMF avait demandé à ces deux sociétés de porter leurs intentions à la connaissance du public⁴⁹, et où les dirigeants des sociétés concernées avaient répondu que les rencontres ayant eu lieu ne nécessitaient pas de déclaration publique. C'est ainsi qu'Hubert Reynier, le Secrétaire général adjoint de l'AMF a souligné « qu'un initiateur pouvait arguer du fait qu'il n'avait pas à déclarer quoi que ce soit au marché tant qu'il n'avait pas justement précisé les caractéristiques d'une offre et l'AMF se trouvait donc limitée dans ses possibilités d'interventions par la réglementation ancienne ».

Un dispositif nouveau, plus contraignant, fut mis en place à la suite des rumeurs d'OPA de Pepsico sur Danone⁵⁰, et est actuellement codifié à l'article L 433-1 V du Code monétaire et financier et à l'article L 222-22 du Règlement général AMF. Inspiré de la « Rule 2 » du « City Code on Takeovers and mergers » il prévoit que « toute personne dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre peut être tenue de déclarer ses intentions à l'Autorité des marchés financiers, dans des conditions et selon des formes fixées par le règlement général de celle-ci. Il en est ainsi, en particulier quand des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé français font l'objet d'un mouvement significatif ».

L'AMF porte ensuite cette déclaration à la connaissance du public. Ce texte permet ainsi d'imposer une déclaration d'intention à une personne lorsqu'il existe des « motifs raisonnables » de penser qu'elle « prépare » une offre publique. Outre le fait que le système retenu est un système du « tout ou rien », ou l'opérateur ne peut adopter une position intermédiaire, et est tenu d'effectuer une déclaration tranchée, positive ou négative⁵¹, et est, de ce fait, moins souple que le système britannique⁵², de nombreuses difficultés liées à son application se posent.

⁴⁹ Communiqué AMF, 21 décembre 2005 : « L'AMF fait le point sur les rumeurs d'offre concernant Euronext N.V »

⁵⁰ « La déclaration d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique : commentaire du dispositif de gestion des rumeurs en matière d'offre publique », Nicolas Rontchevsky, Bulletin Joly Bourse, 01 janvier 2007 n°1, p 5

⁵¹ « Rumeurs d'OPA: pas de troisième voie », Jean-Jacques Daigre, Journal des sociétés n°40 février 2007

⁵² « La déclaration d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique : commentaire du dispositif de gestion des rumeurs en matière d'offre publique », Nicolas Rontchevsky, Bulletin Joly Bourse, 01 janvier 2007 n°1, p 5

Tout d'abord se pose la délicate question de son articulation avec le système de l'article 222-7 du Règlement général AMF⁵³. En effet, une première indication est donnée par l'article L 222-22 du Règlement général AMF, qui précise que le dispositif issu de l'amendement « Danone » « s'applique sans préjudice des dispositions de l'article 222-7 ». Ce qui conduit certains auteurs⁵⁴, à établir la distinction suivante. Lorsque les conditions d'application du dispositif de L222-22 sont remplies, celui-ci s'applique concurremment avec le devoir d'information permanente fixé par l'article 222-7. En revanche, le sens et la portée de l'alinéa 2 de l'article 222-7 suscitent des difficultés. Celui-ci autorise le différé de l'information lorsque la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération, et que l'intéressé est en mesure de préserver cette confidentialité. Deux interprétations sont possibles. On peut soutenir que lorsque les conditions d'application de l'article 222-22 sont remplies (notamment par le constat d'anomalies de marché et l'existence de rumeurs), cela établit *de facto* l'inapplicabilité de l'article 222-7, car cela manifeste l'impossibilité pour l'opérateur de conserver l'inapplicabilité de l'opération. En sens inverse, on peut penser qu'il faut établir une distinction entre deux types d'hypothèses : la première où la rupture de confidentialité vient d'une faille de l'initiateur (le dispositif n'est alors pas applicable), et la deuxième où la rumeur est provoquée par un tiers à des fins personnelles. Il semble toutefois qu'une telle distinction tenant à la source de la rupture de confidentialité soit difficile à mettre en œuvre sur le plan pratique, ce qui plaide à notre sens, pour la nécessité de retenir la première interprétation.

Ensuite se pose la question du champ d'intervention de l'AMF. Les termes retenus par la loi sont pour la plupart assez larges, la référence à « des motifs raisonnables », à la « préparation d'une offre », à « des mouvements significatifs », et ne semblent pas borner le contrôle de l'AMF de manière efficace. Il reste donc à espérer que l'AMF fasse un usage raisonnable des prérogatives que lui confère le texte, dans la mesure où l'attractivité de la place de Paris dépendra aussi de la sensation qu'ont les investisseurs de ne pas subir l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire, de la part d'une autorité à laquelle on aurait confié le rôle de « sonder les reins et les cœurs »...

Enfin, les conséquences de la déclaration suscitent également des difficultés. Outre le fait susmentionné que, contrairement à ce que prévoit le « City Code », seules des déclarations tranchées sont possibles, (ce qui fait craindre à certains praticiens l'usage de ce dispositif

⁵³ « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°235

⁵⁴ « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°235

comme d'un piège, contre les prédateurs non encore prêts à lancer une offre⁵⁵), d'autres difficultés se manifestent.

Si la déclaration est positive, un certain nombre d'obligations sont automatiquement mises à la charge de l'initiateur⁵⁶ (mais elle n'entraîne pas la neutralisation des pouvoirs des dirigeants), et l'AMF « fixe la date à laquelle elles doivent publier un communiqué portant sur les caractéristiques du projet d'offre, ou selon le cas, déposer un projet d'offre ». La déclaration positive est donc lourde de conséquence pour le futur initiateur, et il faut préciser ici qu'aucun critère de distinction n'est posé permettant de contrôler le choix fait par l'AMF, entre l'obligation de déposer un projet d'offre ou l'obligation d'émettre un communiqué. En effet la formulation « selon le cas » ne nous renseigne aucunement sur les critères qui seront pris en compte par l'AMF qui semble avoir toute latitude pour agir.

Si la déclaration est négative, d'autres difficultés émergent. En effet, une déclaration négative génère deux obligations, la première étant de ne pas déposer de projet d'offre pendant une période de 6 mois, et la deuxième, qui vient assurer l'application effective de la première, étant de déclarer tout accroissement d'au moins 2% de titres de capital ou de titres donnant accès au capital dans un communiqué soumis à l'appréciation de l'AMF, et indiquant les objectifs et les intentions pour les 6 prochains mois. La difficulté en matière de déclaration négative réside dans l'octroi de dérogations à cette impossibilité de déposer un projet d'offre, dérogation possible quand les personnes tenues « justifient de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées, y compris l'émetteur lui-même ». L'octroi de ces dérogations n'est donc pas borné de conditions suffisamment précises pour éliminer le risque d'incertitudes, voire d'arbitraire. Il n'est pas sûr que les investisseurs étrangers apprécient ces standards flous, qui pourront à leurs yeux apparaître comme les justifications d'éventuelles ruptures d'égalité. Il semble en effet que, concernant ce dispositif de gestion des rumeurs, un flou volontaire ait été laissé par une législation, qui était d'autant plus encline à accroître la transparence que cela servait la cause du « patriotisme économique ».

Le contexte mouvementé dans lequel cet « amendement Danone » a été déposé montre bien que derrière la volonté de promouvoir la transparence, se manifeste celle de connaître les prétentions éventuelles d'investisseurs lorgnant sur les grandes entreprises françaises. On le

⁵⁵ « Procédure pré-OPA : les leçons à tirer de la 1^{ère} application par l'AMF du principe « Déclare-toi ou tais-toi » » Option finance n°926, 2 avril 2007

⁵⁶ Article 222-24 alinéa 1 du Règlement général AMF

voit bien ici, les principes directeurs, même appliqués par le droit interne, prennent une coloration particulière.

On peut également, de façon plus fondamentale, s'interroger sur l'opportunité de cet accroissement de la transparence en amont, et non plus simplement sur ses modalités. En effet, est-il économiquement efficient d'imposer à des opérateurs de déclarer leurs intentions ? On peut y répondre que la nécessité économique de circulation de l'information se justifie lorsque les agents économiques dépassent le stade de l'intention, l'asymétrie d'informations aboutissant dans ces schémas à une inégalité entre agents productrice d'effets pervers. En effet, la plupart des schémas microéconomiques ont pour logique l'internalisation des propositions d'autres agents économiques, pour définir leur comportement en fonction, de manière à maximiser leur utilité⁵⁷. Mais si l'on demeure au stade de l'intention, il n'y a pas de propositions à proprement parler, et un individu économique rationnel fera, du moins dans la théorie microéconomique classique, ses choix en fonction des positions des autres agents, et donc, du marché. Il semble donc contestable sur le plan économique, à notre sens, d'imposer la déclaration de simples intentions, dans la mesure où il ne s'agit pas de véritables « informations », au sens microéconomique du terme. En outre, les nouveaux modèles microéconomiques, dits de « rationalité limitée »⁵⁸, fonctionnent dans des hypothèses d'information imparfaite, ce qui peut également constituer une critique, économique, de notre volonté d'accroître la transparence au stade du projet d'offre. L'évaluation économique de notre réglementation des rumeurs pré-OPA serait, à notre sens, intéressante, même si elle déborde le cadre de nos développements.

- La publicité des pactes d'actionnaires

La transparence pré-OPA se caractérise également par une obligation de publication des pactes d'actionnaires⁵⁹. Ce dispositif est en effet applicable aux pactes d'actionnaires lorsqu'ils correspondent à des conventions passées entre actionnaires de sociétés cotées comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions. Il est à noter que sur ce plan, notre droit semblait déjà conforme aux obligations de transparence posées par le considérant n°18 et l'article 10 de la directive, avant même la transposition de celle-ci, qui ne change que peu de choses relativement à la publicité des pactes d'actionnaires.

⁵⁷ « La nouvelle microéconomie » Pierre Cahuc, Collection Repères, éditions La découverte

⁵⁸ « La nouvelle microéconomie » Pierre Cahuc, Collection Repères, éditions La découverte

⁵⁹ Article 223-18 du Règlement général AMF, et L233-11 du Code de commerce

Ce dispositif revêt une importance particulière, dans la mesure où la France n'a transposé que partiellement les dispositions de l'article 11 prévoyant la désactivation de certaines défenses anti-OPA.

En effet l'article 11 de la directive prévoyait la neutralisation des limitations statutaires et extrastatutaires au droit de vote et aux transferts de titres, et prévoyait également en cas d'offre réussie, la neutralisation des restrictions aux transferts de titres et aux droits de vote (sauf compensés par un avantage pécuniaire spécifique) et des droits extraordinaires de nomination et de révocation des organes de direction ou d'administration, ainsi que la réduction des droits de vote multiple à un vote. Suivant les recommandations du rapport Lepetit⁶⁰, le législateur n'a transposé que les dispositions relatives aux restrictions statutaires aux transferts de titres, ainsi qu'au plafonnement des droits de vote en cas d'offre réussie (le seuil de l'offre réussie étant fixé à deux tiers par le règlement général).

Pour les autres dispositions, elles peuvent être mises en œuvre de façon optionnelle par les sociétés françaises, il s'agit donc: de la neutralisation des restrictions extra-statutaires aux transferts de titres, de la neutralisation des restrictions statutaires et extra-statutaires aux droits de vote, et en cas d'offre réussie à partir de la moitié du capital et des droits de vote, de la neutralisation des restrictions statutaires et extrastatutaires aux transferts de titres, et de la neutralisation des droits de nomination ou de révocation des membres des organes d'administration ou de direction.

Les exigences de transparence ne revêtent une réelle utilité que pour les dispositions non transposées, applicables sur la base du volontariat, car les dispositions transposées aboutissent à une inopposabilité en période d'offre, qu'il y ait publicité ou non.

Comment s'applique donc l'exigence de transparence aux dispositions non transposées ? Il faut appliquer le régime antérieur. En l'absence de sanctions par les textes, ce qui amoindrissait considérablement l'intérêt du dispositif, la COB a décidé que la sanction de la non publication était l'inopposabilité à l'initiateur⁶¹. Le législateur avait ensuite apporté son soutien à cette prise de position, en modifiant l'article L 233-11 du Code de commerce pour y ajouter cette sanction. Ces dispositions permettent donc d'accroître la transparence antérieurement à l'offre, conformément aux objectifs communautaires.

Les exigences de transparence, on le voit, se manifestent donc en droit interne, très en amont de la période d'offre. Elles ne font que s'intensifier durant la période d'offre.

⁶⁰ Rapport Lepetit, p 10 et 11

⁶¹ Affaire SBP, communiqué COB, 4 mai 1999

b) La transparence durant la période d'offre.

Les dispositions relatives à la transparence en période d'offre ont fait l'objet de 4 aménagements significatifs, qui tendent à accroître la transparence en période d'offre, tout en assurant la célérité de la procédure de contrôle dans l'intérêt des investisseurs. Le premier concerne le moment de publication du projet de note d'information, et le second concerne son contenu. Le troisième aménagement concerne la réforme de la procédure de contrôle de l'AMF, qui substitue une procédure unique de contrôle à l'ancienne procédure duale de recevabilité et de visa, dans une volonté manifeste d'accroître la lisibilité du contrôle vis-à-vis des investisseurs. Quant au quatrième, il concerne le recours à l'expert indépendant, qui a été réformé dans le sens des préconisations du rapport « Naulot ». En dépit de ces aménagements, certains auteurs considèrent toutefois que la transparence est limitée en certaines occurrences.

Dès le dépôt de l'offre, le règlement général AMF impose désormais la publication d'un projet de note d'information⁶². La publication de ce projet de note d'information marque le début de la période d'offre. Cette diffusion est réalisée selon les modalités énoncées à l'article 231-34 du règlement général AMF⁶³ : publication dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, ou mise à disposition au siège et publication d'un résumé de la note dans un tel quotidien ou d'un communiqué qui précise les modalités de mise à disposition de la note. Une copie de la note doit également être adressée à toute personne qui en fait la demande et la version électronique de la note transmise à l'AMF aux fins de mise en ligne sur son site internet.

Ce projet de note devra comporter un avertissement indiquant qu'il fait l'objet d'un examen de la part de l'AMF. Cet avertissement est inspiré de celle figurant sur le communiqué qui devait être publié sous l'ancienne mouture du règlement général AMF. En effet, l'initiateur ne devait auparavant pas publier un projet de note d'information, mais un communiqué qui récapitulait les principaux éléments du projet de note d'information.

Maintenant le projet de note d'information doit lui-même être publié, ce qui montre la volonté d'assurer l'information la plus complète possible dès le début de la période d'offre. Une telle évolution répond à un double objectif. Tout d'abord celui de faire bénéficier le marché d'une information complète le plus tôt possible, afin de lui permettre de se faire une opinion sur les

⁶² Article 231-15 du Règlement général AMF

⁶³ « Projet de modification du règlement général de l'AMF : vers un renouveau du droit des offres publiques d'acquisition ? », Olivier Douvreur, Carole Uzan, Bulletin Joly Bourse 01 mai 2006 n°3, p 275

conditions du contrat projeté. De plus, la brièveté du délai de recours contre la décision de recevabilité (décision qui, nous le verrons plus loin, a été fondue au sein d'une procédure unique), justifiait la mise à disposition précoce de l'information. Ensuite le second objectif était de permettre la reprise rapide des cotations, grâce à une information disponible très tôt, le problème étant qu'une longue période pouvait exister entre le dépôt du projet d'offre et la déclaration de conformité dans les cas d'expertise indépendante. Une suspension du cours durant un aussi long délai aurait été impensable. La publication précoce du projet de note d'information permet donc d'éviter cet écueil.

L'information est donc délivrée dès le début de l'offre, de façon à permettre un éclairage précoce de l'opération.

En outre, le contenu de la note d'information a subi un réaménagement depuis la dernière réforme du règlement général AMF⁶⁴, réaménagement opéré au regard de la directive. Il est désormais focalisé sur le contenu de l'offre. La note d'information comporte ainsi : l'identité de l'initiateur, la teneur de son offre, en particulier le prix ou la parité proposé, le nombre et la nature des titres qu'il s'engage à acquérir, les conditions auxquelles l'offre peut être subordonnée, le calendrier prévisionnel de l'offre, le nombre et la nature des titres remis en échange par l'initiateur, les conditions de financement de l'opération et leurs incidences sur les actifs, l'activité et les résultats des sociétés concernées, les intentions de l'initiateur pour une durée couvrant au moins les 12 mois à venir, et s'il y a lieu, l'avis motivé du conseil d'administration ou de surveillance de l'initiateur. Les autres informations, qui sont « relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de l'initiateur et de la société visée », font l'objet d'un document distinct, déposé parallèlement auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard le jour de l'ouverture de l'offre. Le contenu de la note en réponse de la société visée a également été revu de façon symétrique à celui de la note établie par la société initiatrice.

Le Professeur Alain Piétrancosta fait remarquer fort à propos, qu'en plus d'une disparité de traitement procédural et temporel interne, cette distinction entraîne d'autres effets, relativement au rôle des commissaires aux comptes qui sera à l'avenir limité à ces autres

⁶⁴ « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°235, n° Lexbase, N4877AL9

informations, et aussi relativement au régime de circulation qui différera selon le document concerné⁶⁵.

En outre, le contrôle sur ces autres informations est d'une nature différente, il s'agit d'un contrôle a posteriori et non pas a priori⁶⁶, mais il demeure effectif, car lorsque l'AMF constate une omission ou une inexactitude significative, elle en informe l'initiateur ou la société visée qui doit déposer et publier les rectifications apportées. Dans ce cas la date de clôture peut être reportée pour que les porteurs de titres disposent d'au minimum 5 jours de négociation pour se prononcer.

Ces modifications relatives au moment de la publication du projet de note d'information, et au contenu de la note semblent avoir pour objectif une plus grande célérité de la procédure de contrôle.

Un troisième aménagement a été apporté afin d'accroître la transparence en cours d'offre, il concerne la procédure de contrôle de l'AMF. Le fait que cette réforme ait été réalisée indépendamment de toute exigence de transposition de la directive 2004/25 montre qu'une certaine convergence existe entre droit national et droit communautaire sur le terrain du principe directeur qu'est la transparence (même si comme nous avons pu le voir précédemment, des divergences subsistent).

En effet, la réforme du Règlement général AMF consacre la fusion de deux anciennes procédures de contrôle, le visa et la recevabilité, en une seule procédure, la procédure de déclaration de conformité. L'ancienne dualité de procédure était héritée de la division des tâches entre la COB et le CMF.

Le CMF avait la charge de déclarer recevables les projets d'offre publique, et la COB était appelée de son côté à viser les projets de note d'information. La délivrance du visa attestait du contrôle de l'information donnée au marché et avait pour objet d'en vérifier la complétude, la cohérence, et son caractère compréhensible, afin que les investisseurs puissent prendre leur décision en connaissance de cause. La COB ne se prononçait toutefois pas sur l'opportunité de l'opération, la seule portée du visa concernant la qualité de l'information. Le CMF, quant à lui, s'attachait à l'examen des éléments du projet d'offre, notamment de la conformité aux principes directeurs.

⁶⁵ « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°235, n° Lexbase N4877AL9

⁶⁶ « Projet de modification du règlement général de l'AMF : vers un renouveau du droit des offres publiques d'acquisition ? », Olivier Douvreur, Carole Uzan, Bulletin Joly Bourse 01 mai 2006 n°3, p 275

Le changement opéré ne se réduit pas à une simple différence de terminologie, mais induit une véritable différence de logique. En effet, les modalités de l'ancien contrôle apparaissaient comme peu lisibles pour les investisseurs étrangers, dans la mesure où le contrôle du respect des principes directeurs s'accompagnait bien souvent d'un contrôle du prix.

L'article L 231-22 du Code de commerce ne fait plus référence au prix parmi les éléments pris en compte pour déclarer l'offre conforme, le prix ne fait donc plus l'objet d'un contrôle en matière d'offres publiques volontaires, sauf dispositions spéciales (par exemple en cas de recours à un expert indépendant). Dans l'état actuel des pouvoirs de l'AMF en matière d'offre publique volontaire, le contrôle du prix recule (il recule aussi en matière d'offre publique obligatoire, comme nous le verrons en B), et la protection de l'investisseur semble davantage opérée par le principe du libre jeu des offres et des surenchères et par l'information communiquée. Comme le fait remarquer avec justesse Alain Piétrancosta⁶⁷ il s'agit d'une conception plus anglo-saxonne du contrôle, qui repose sur « une correction modérée des mécanismes de marché ». On confie donc à la transparence, selon une logique plus libérale, un rôle de correction des déséquilibres, en mettant les actionnaires de la cible en mesure d'opérer une décision réfléchie. Une telle logique de protection peut toutefois révéler ses limites dans les hypothèses de conflits d'intérêts. Dans ce cas, le recours à l'expert indépendant s'impose.

Les dispositions relatives au rôle de l'expert indépendant ont ainsi été revues, afin d'accroître l'efficacité du dispositif dans les situations de conflit d'intérêt. La réforme de 1996 avait d'ores et déjà supprimé la nomination de l'expert par l'initiateur, et ce pour mettre fin aux pratiques qui consistaient pour celui-ci à le nommer pour couper court à d'éventuelles contestations émanant d'actionnaires de la cible. La récente réforme du Règlement général AMF fait du recours à l'expert indépendant une obligation dans l'hypothèse où « l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article L231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ». Suit ensuite une liste non limitative de 5 cas de désignation, le caractère indicatif de cette liste faisant toutefois craindre de possibles atteintes à la sécurité juridique, et un contentieux important. Il est ici à noter que les préconisations du rapport Naulot ont été suivies, dans la mesure où la nomination reste le

⁶⁷ « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°235

fait de la société cible et non pas d'un tiers comme le préconisait le professeur Dominique Schmidt. En effet, celui-ci craignait que l'efficacité du dispositif ne soit amoindrie par l'action des majoritaires au détriment des minoritaires, ces deux catégories d'actionnaires pouvant avoir des intérêts divergents en période d'offre publique⁶⁸. La présence d'administrateurs indépendants, défendue par les tenants habituels de la corporate governance, et par le rapport Cadbury, serait incontestablement à même d'accroître l'efficacité du recours à l'expert indépendant. Afin que le caractère indépendant de l'expert ne soit pas qu'une incantation, le nouveau Règlement général AMF pose l'interdiction faite à l'expert « d'être en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre publique ou l'opération et leurs conseils »⁶⁹. Une liste non limitative de situations de conflits d'intérêts est posée par l'instruction AMF n°2006-98.

D'autres précisions ont également été apportées quant à la mission de l'expert indépendant : la durée de celle-ci, variable selon la complexité de l'opération et la qualité de l'information mise à disposition, les diligences attendues de l'expert, le contenu du rapport d'expertise qui doit comporter, outre la déclaration d'indépendance susmentionnée, le montant de la rémunération perçue, une description des diligences effectuées, une «évaluation de la société visée ou des actifs concernés et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée », « une analyse du travail d'évaluation réalisé par le ou les conseils de l'initiateur », et s'achever sur « une attestation qui conclut sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre publique ou de l'opération concernée ».

Le rapport de l'expert indépendant fait également l'objet de publications, il est présenté par son auteur au conseil d'administration, au conseil de surveillance ou à l'organe compétent de la société concernée⁷⁰, et est intégré à la note d'information en réponse établie par la société visée⁷¹. Le rapport de l'expert indépendant est soumis à l'AMF, et compte pour cette dernière au nombre des éléments à prendre en considération dans le cadre de l'examen du projet d'offre. Ces exigences sont destinées à éclairer aussi bien les actionnaires destinataires de l'offre publique, que le conseil d'administration de la société visée, et le collège de l'AMF qui assurera dans ce cas un examen des conditions financières de l'offre (ce qui déroge à son rôle normal en matière de contrôle du prix depuis la réforme, qui se limite davantage à un contrôle de l'information transmise). Cette réforme de l'expertise indépendante a pour finalité, on s'en

⁶⁸ « Les droits des minoritaires et les offres publiques », Dominique Schmidt, Recueil Dalloz Sirey, 2007 n°27, p 1887-1892

⁶⁹ Article 216-4 I, al 1^{er} du Règlement général AMF

⁷⁰ Article 3 de l'instruction AMF n°2006-08

⁷¹ Article 231-19 du Règlement général AMF

rend compte au vu de l'examen des dispositifs précités, d'accroître la transparence durant l'offre. En effet, l'origine de l'information donnée, son contenu, sa diffusion, et le caractère obligatoire de celle-ci révèlent une volonté manifeste d'assurer à la cible, à l'AMF, et au marché, une meilleure connaissance des données de l'opération projetée.

Les réformes récentes, on le voit, tendent donc à accroître la transparence avant mais aussi pendant la période d'offre. Une réelle convergence se manifeste donc sur ce terrain entre le droit interne et les objectifs communautaires, même si certaines différences de logique subsistent, comme nous avons pu le voir concernant les dispositifs de gestion des rumeurs.

Un éminent auteur⁷² considère cependant que le principe de transparence subit une grave atteinte en cours d'offre du fait de la possibilité d'adopter des défenses durant cette période. Une telle possibilité réduit en effet la visibilité pour l'initiateur, ce qui empêche l'initiateur de connaître « la ligne de résistance de la société », pour reprendre l'expression de Pierre Bérégovoy, ministre des finances lors des discussions relatives à la loi du 2 août 1989.

Cependant, les critiques qui sont justement formulées à cet égard ne permettent pas à notre sens, de considérer qu'il y ait là une large remise en cause du principe de transparence. En effet, la majorité des défenses adoptées en assemblée, sont des défenses « à froid », adoptées de façon préventives. Dans ce cas, l'initiateur dispose de l'information avant d'introduire une offre. Si l'assemblée est réunie en cours d'offre, l'initiateur aura en effet une visibilité réduite, mais il semble que les assemblées en cours d'offre soient assez rares. A la difficulté pratique d'une telle convocation en cours d'offre, s'ajoute en effet la crainte pour les dirigeants de voir leur responsabilité engagée par les actionnaires, s'ils convoquent une assemblée pour faire échouer une offre, et que celle-ci se révèle a posteriori intéressante. Il convient également d'ajouter que, même dans ces rares hypothèses, l'initiateur conserve la possibilité de se retirer en cas de modification de la consistance de la cible⁷³ (cette possibilité étant interprétée de manière large⁷⁴), ce qui rend supportable cette atteinte au principe de transparence. En revanche, si la clause de réciprocité a vocation à jouer, et si l'application de l'article 9 relatif à la neutralisation des pouvoirs des dirigeants est écartée, l'atteinte à la transparence sera plus importante car la visibilité de l'initiateur sera plus réduite. Mais même dans ces hypothèses, le principe de transparence ne subit pas d'atteintes suffisantes pour conclure à sa remise en cause. En effet, Marie-Noëlle Dompé se fonde sur un constat réel, mais qui n'est pas suffisant,

⁷² « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, revue droit des sociétés n°11, novembre 2006, étude 19

⁷³ Article 232-11 du Règlement général AMF, (ancien article 5-2-9 du Règlement général CMF)

⁷⁴ « Les bons d'offre », Alain Couret, recueil Dalloz 2006, n°20, p 1372-1379

à notre sens, pour tirer cette conséquence. En effet, le principe de transparence subit incontestablement une atteinte certaine, mais il faut à notre sens, comprendre la transparence comme un principe large, qui existe au bénéfice de la cible et de l'initiateur, mais aussi du marché en général. La relative incertitude existant pour l'initiateur dans certaines configurations ne permet donc pas, eu égard à la portée très large du principe de transparence, de conclure que ce principe est affecté au point d'être remis en question.

Même s'il est limité en certaines occurrences par les dispositifs anti-OPA, nous considérons donc que le principe de transparence fait l'objet d'une grande attention en droit national. Ce principe de transparence est également servi par un second principe directeur qui semble lui aussi appliqué de façon rigoureuse par les autorités boursières et par le juge national, il s'agit du principe de loyauté, que nous allons envisager maintenant.

2) Le principe de loyauté dans les transactions et la compétition.

Le principe de loyauté dans les transactions et dans la compétition est également explicitement posé par l'article 231-3 du Règlement général AMF. Avant d'esquisser sa définition, il est à noter que dans sa formulation, le principe de loyauté revêt deux aspects.

Il s'applique entre la cible et l'initiateur à travers l'exigence de loyauté dans les transactions, la déloyauté pouvant autant être le fait de l'initiateur (par exemple en matière de ramassage de titres), que de la cible (par exemple lors de la mise en œuvre de défenses anti-OPA, ou de mesures destinées à favoriser un initiateur).

Il s'applique aussi entre les différents offrants à travers l'exigence de loyauté dans la compétition, les différents compétiteurs ne pouvant se voir octroyer un avantage significatif pour des raisons autres que celles liées au contenu de l'offre. Il est à noter ici que cette rupture d'égalité peut autant résulter de l'action autonome d'un offrant qui peut commettre seul un acte déloyal, que d'un acte de la cible, qui décide intentionnellement de favoriser un initiateur sans raison objective. Dans ce dernier cas, on assiste à la fois à une déloyauté dans les transactions, et à une déloyauté dans la compétition, car la compétition est faussée entre les initiateurs, du fait de l'avantage consenti par la cible.

a) Définition du principe

Ce principe est défini de manière négative par référence à la déloyauté, qui correspond en droit boursier à « toute entrave au libre jeu des offres et de leurs surenchères par le recours à

des moyens détournés, mis en œuvre dans des conditions illicites, occultes, ou frauduleuses »⁷⁵. La notion de déloyauté ainsi retenue est plus étroite que celle du droit des sociétés, où la déloyauté recouvre « toute forme de mensonge », en particulier « les manœuvres dolosives, la fraude, ou la simple rétention d'informations lorsqu'elles sont destinées à provoquer ou faciliter la conclusion d'une convention ou l'obtention d'un consentement »⁷⁶.

Cette définition plus étroite de la loyauté se comprend toutefois aisément, dans la mesure où si en droit des sociétés il existe un véritable devoir du dirigeant vis-à-vis des actionnaires, le droit boursier a quant à lui pour objectif d'assurer le bon fonctionnement du marché. Cela ne signifie pas que toute considération morale soit évacuée, comme le montre l'interdiction des opérations d'initiés. En effet, dans une certaine mesure, la moralisation des comportements fait partie intégrante du bon fonctionnement du marché. Mais les exigences de loyauté sont définies de façon plus étroite en droit boursier dans la mesure où l'intérêt du marché suppose aussi un degré de sécurité suffisant pour assurer la confiance des investisseurs. La définition étroite retenue par le droit français se justifie d'autant plus que le principe de loyauté jouit d'une portée assez large.

b) La portée du principe

Marie-Noëlle Dompé fait remarquer à juste titre l'interdépendance pouvant exister entre les principes directeurs, cette interdépendance étant particulièrement affirmée pour ce qui concerne le principe de loyauté⁷⁷. Le principe de loyauté a donc une portée assez large, qui se révèle lorsque l'on envisage les interactions possibles avec les autres principes directeurs.

En effet, la loyauté dans la compétition est nécessaire à l'application effective du principe de libre jeu des offres et de leurs surenchères⁷⁸, et semble supposer l'absence de rupture d'égalité dans la situation des compétiteurs, ce qui est le cas lorsque par exemple le résultat de l'offre est déterminé à l'avance, et lorsqu'est limitée la liberté de soumettre une offre concurrence aux actionnaires⁷⁹. Les seuls critères de différenciation pertinents pour départager les compétiteurs sont, dans cette optique, les conditions de l'offre envisagée.

⁷⁵ CA Paris, 17 juin 1999, SA Paribas c/ Société Banque Nationale de Paris, Bulletin Joly Bourse 1999 p484.

⁷⁶ « Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés » Hervé le Nabasque, Revue trimestrielle de droit commercial 1999, p 273

⁷⁷ « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, revue droit des sociétés n°11, novembre 2006, étude 19

⁷⁸ CA Paris, 27 avril 1993, La semaine juridique édition entreprises N°25, p 160

⁷⁹ CA Paris, 27 avril 1993, La semaine juridique édition entreprises N°25, p 160

L'égalité de traitement des actionnaires semble être aussi être servie par le principe de loyauté dans les transactions. En effet, par exemple, un ramassage de titres vise en principe à prendre le contrôle, puis à racheter la participation des minoritaires à moindre coût. Une telle démarche peut être considérée comme une déloyauté, dans la mesure où l'objectif initial de la manœuvre est de payer moins cher les minoritaires que les autres actionnaires, en les mettant devant un fait accompli, à savoir la prise de contrôle de la société.

En revanche, il est possible de discuter l'affirmation selon laquelle la loyauté serait un principe qui serait mis en application par le principe de transparence⁸⁰. En effet à l'opinion selon laquelle « l'obligation de transparence est au service de l'obligation de loyauté », on peut opposer que le défaut de transparence peut être causé par une déloyauté, mais aussi par toute inobservation des dispositions relatives à la transparence, indépendamment de toute intention illicite ou frauduleuse. Le principe de loyauté semble au contraire être au service du principe de transparence, car il permet de s'assurer, au-delà du respect formel des prescriptions relatives à la transparence, que les droits d'un intervenant sur le marché ne soient pas atteints par des manœuvres illicites, ou par des moyens détournés ou frauduleux.

Il a également été observé que le principe de loyauté pourrait subir des atteintes du fait de nos dispositions relatives aux défenses anti-OPA⁸¹, et voir ainsi son effectivité réduite. Ce problème peut se poser en cas de délégation ou d'autorisation donnée au dirigeant avant la période d'offre (dans la période de 18 mois), de mettre en œuvre ces mesures. Ce cas de figure intervient donc dans le cas où joue la clause de réciprocité et où l'article 9 est désactivé. A cet égard, l'article 233-32 I, applicable aux bons d'offre, permet l'émission des bons à tout moment durant la période d'offre, y compris à la toute fin de la période d'offre. Concernant la possibilité de contestation d'une telle mesure de défense sur le fondement du principe de loyauté, les opinions divergent. Là où certains considèrent que le principe de loyauté pourra difficilement être invoqué car le texte prévoit expressément la possibilité d'émettre des bons jusqu'à la clôture⁸², d'autres auteurs pensent qu'une telle autorisation, fut-elle expresse, n'évince pas l'application potentielle des principes directeurs⁸³. Selon ce deuxième point de vue, la violation du principe de loyauté pourrait donc logiquement être

⁸⁰ « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, revue droit des sociétés n°11, novembre 2006, étude 19

⁸¹ « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, revue droit des sociétés n°11, novembre 2006, étude 19

⁸² « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, revue droit des sociétés n°11, novembre 2006, étude 19

⁸³ « Les bons d'offre » Alain Couret, Recueil Dalloz 2006 n°20, p 1372-1379

invoquée par un initiateur qui ne souhaite pas retirer son offre, et auquel l'émission des bons d'offre porterait préjudice.

Nous penchons plutôt vers la deuxième option, car les principes généraux ont vocation à irriguer l'ensemble de la matière des offres publiques, et car la formulation de l'article 233-32 I, qui autorise l'émission de bons d'offre ne permet pas de déduire que les principes généraux ne soient pas applicables. En effet, l'usage de bons d'offre à tout moment avant la clôture est possible, mais cela ne saurait signifier que l'usage de cette prérogative est affranchi de tout contrôle. L'émission devra donc respecter les principes généraux applicables aux offres publiques, comme pour les autres défenses anti-OPA. Il faut toutefois, à notre sens, rappeler que la définition jurisprudentielle de la déloyauté est assez étroite en droit boursier, et que l'application potentielle de cette notion, si elle est possible, sera toutefois assez difficile. Autrement dit, ce ne sera pas l'autorisation législative qui rendra difficile un recours sur le fondement de la déloyauté, mais bien plutôt la définition de la déloyauté elle-même.

Il nous semble donc que l'autorisation de l'émission de bons d'offre, jusqu'à la clôture ne porte pas atteinte au principe de loyauté, dans la mesure où le contrôle de subsiste. L'équilibre semble satisfaisant, car le contrôle de la loyauté subsiste, et car celle-ci est définie de façon étroite, et n'aura pas vocation à intervenir systématiquement pour remettre en cause les décisions sociales. Le principe de loyauté fait donc l'objet d'une protection qui nous semble équilibrée et satisfaisante en droit national.

Les principes que nous avons abordés jusqu'ici assurent la protection des intérêts d'un certain nombre d'intervenants sur le marché. Le principe de transparence qui doit être interprété de façon large, comme nous l'avons vu plus haut, concerne la société cible, l'initiateur, mais aussi le marché en général. Quant au principe de loyauté, nous avons vu que son champ d'application est aussi conçu largement. Cependant, des dispositifs existent également pour protéger des intérêts spécifiques, comme les intérêts des minoritaires, et fondent ainsi le principe d'égalité d'information et de traitement des actionnaires, que nous allons maintenant envisager.

B) La vitalité du principe d'égalité des actionnaires en droit national

Nous présenterons tout d'abord 1) la définition de ce principe, avant d'envisager 2) les divergences relatives aux modalités d'application, qui se manifestent entre droit interne et droit communautaire.

1) Définition du principe

Le principe d'égalité des actionnaires est consacré par l'article 3 de la directive et par l'article 231-3 du règlement général AMF. L'objectif poursuivi est d'assurer la protection des minoritaires, une préoccupation qui caractérise aussi bien le droit communautaire que le droit national.

Sans approfondir cet aspect, nous relèverons à cet égard que la protection des minoritaires n'est pas qu'une problématique du droit des offres publiques, mais est aussi un objectif qui est recherché en droit des sociétés, notamment à travers la construction jurisprudentielle de l'abus de majorité⁸⁴, et à travers l'expertise de gestion⁸⁵, anciennement dénommée « expertise de minorité ». Cette préoccupation du droit des sociétés montre bien que le droit français a été soucieux de développer des mécanismes de protection des minoritaires, qui se manifestent dans plusieurs branches du droit.

Le principe d'égalité des actionnaires se décline en deux parties : l'égalité d'information et l'égalité de traitement des actionnaires.

L'égalité d'information ne semble tout d'abord pas poser de problèmes. En effet, les dispositions relatives à la transparence assurent une information suffisante pour l'ensemble des actionnaires, quel que soit leur niveau de participation, et il ne nous semble pas que des dispositions spécifiques viennent assurer l'égalité d'information en droit des offres publiques. L'égalité d'information semble plus simplement résulter du fait que les dispositifs assurant la transparence s'appliquent au bénéfice de tous les actionnaires. Nous ne reviendrons donc pas sur l'ensemble des dispositions relatives à la transparence, qui fixent les informations devant être diffusées à tous les stades, avant et pendant l'offre. Il nous semble que ce constat

⁸⁴ Chambre commerciale, 18 avril 1961, publié au Bulletin

⁸⁵ Article L225-231 du Code de commerce

explique la différence entre l'article 231-3 du règlement général AMF, et l'article 3 de la directive, qui ne parle lui que de l'égalité de traitement.

L'égalité de traitement concerne essentiellement la contrepartie reçue par le minoritaire à la suite de l'offre publique. En effet, l'objectif essentiel est d'éviter un ramassage des titres pour effectuer une prise de contrôle rampante, afin de lancer une offre publique ne portant plus que sur une mince part des titres détenus par le public⁸⁶. L'égalité de traitement vise donc à permettre à tous les actionnaires d'être traités de façon égale face à un acquéreur, et à faire échec aux manœuvres de celui-ci afin de menacer cette égalité. Elle permet d'éviter que les minoritaires ne soient obligés de céder des titres peu liquides à bas prix, au profit d'un acquéreur qui aura diminué le prix de la prise de contrôle en isolant la participation des minoritaires.

Cet objectif est partagé par le droit national et par les institutions communautaires. Une différence de logique se manifeste toutefois sur le terrain de l'application du principe d'égalité, dans la mesure où ce principe qui est appliqué de façon large en droit français se combine avec d'autres principes directeurs qui ne semblent pas consacrés par la directive.

2) Des divergences d'application entre droit interne et droit communautaire

Si le droit interne et le droit communautaire reconnaissent tous deux la nécessité d'une protection des intérêts des minoritaires dans les offres publiques, le contenu des dispositifs de protection diffère toutefois sensiblement entre la directive et le règlement général AMF.

En effet, le droit français assure une application plus large du principe d'égalité que le droit communautaire. De plus, d'autres principes directeurs, non écrits, viennent tempérer ou compléter le principe d'égalité en droit national, afin d'assurer une protection complète mais équilibrée des actionnaires minoritaires.

Nous allons donc en a) envisager les dispositifs français qui semblent fondés sur le principe d'égalité, et présenterons aussi les dispositifs qui viennent tempérer ou compléter le principe d'égalité en droit interne. Ceux-ci sont fondés sur deux principes non écrits, qui sont l'équité et la non rupture du contrat d'investissement. Nous effectuerons ensuite en b) une rapide comparaison avec le système qui était prôné par la directive en tentant de dresser les mérites et inconvénients comparés des deux approches.

⁸⁶ Rapport annuel de la COB 1990, p 154

a) L'application française du principe d'égalité

- Les dispositifs assurant l'application du principe d'égalité.

En droit interne, les dispositifs de protection des minoritaires dans le cadre des offres publiques sont au nombre de deux. Il s'agit du mécanisme de la garantie de cours, et de l'offre publique obligatoire.

Le mécanisme de la garantie de cours a été créé par la décision de la COB du 27 février 1973. Il consiste à dire que lors de la cession d'un bloc conférant le contrôle, l'acquéreur des titres doit proposer aux minoritaires l'achat de leur participation aux mêmes conditions que ce qui a été proposé au cédant du bloc. Ce mécanisme existe toujours, et est présent à l'article 235-1 du règlement général AMF. L'idée est d'éviter la rupture d'égalité entre les actionnaires, à savoir le paiement d'un prix plus important aux détenteurs du contrôle. Ce mécanisme est applicable dans les cas de changement de contrôle, et constitue historiquement la première manifestation du principe d'égalité en matière d'offres publiques.

Un mécanisme proche, mais qui n'est pas totalement identique est celui de l'offre publique obligatoire. Le mécanisme de l'offre publique obligatoire, destiné à éviter les prises de contrôle rampantes, vise aussi à permettre l'égalité de traitement des actionnaires. Deux cas d'offres publiques obligatoires sont posés par le règlement général AMF. Le premier cas est le dépassement du seuil du tiers du capital ou des droits de vote (article 234-2 du règlement général AMF). Ce franchissement peut être direct (détention directe de plus d'un tiers du capital ou des droits de vote), ou indirect. Les hypothèses de détention indirecte sont au nombre de deux. La première correspond à la situation de prise de contrôle d'une société détenant plus de 33% du capital ou des droits de vote. La seconde correspond à l'hypothèse de transmission des titres de la société détenue par voie de fusion ou d'apport. Dans ces deux cas, la participation doit représenter une partie essentielle des actifs de la société détentrice.

Le deuxième cas de dépôt obligatoire concerne l'acquisition en moins d'un an de plus de 2% du capital, au-delà du seuil du tiers et en-deçà de 50% (article 234-5 du règlement général AMF). Celui-ci permet d'imposer le dépôt obligatoire d'une offre dans les cas où un acquéreur augmente sa participation de façon rapide.

Une application large est ici faite du principe d'égalité. Deux arguments permettent d'étayer cette affirmation. Tout d'abord, ce ne sont pas les acquisitions de titres qui entraînent le franchissement de seuil, mais toutes les situations débouchant sur une détention de titres.

Cette conception large résulte d'une volonté d'éviter que des seuils soient franchis par des manœuvres permettant d'éviter une acquisition directe, et révèle une volonté d'accroître l'efficacité du dispositif. Ensuite, les seuils qui sont franchis ne sont pas seulement des seuils en terme de contrôle, et donc de droits de vote, mais des seuils en droit de vote ou en capital. On s'aperçoit donc que le dispositif de protection est conçu dans des termes larges, afin de lui assurer une applicabilité maximale, l'objectif étant de resserrer les mailles du contrôle pour appréhender toutes les situations débouchant sur la détention d'une fraction des votes ou du capital.

Le principe d'égalité n'est toutefois pas, en droit interne, le seul à avoir vocation à intervenir afin d'assurer la protection des minoritaires. Deux principes complémentaires viennent le tempérer pour le premier, le compléter pour le second.

- Les corollaires au principe d'égalité

Le premier est le principe d'équité, qui vient atténuer sa rigueur dans un certain nombre d'hypothèses⁸⁷. Le second principe est le principe de non rupture du contrat d'investissement.

* Le principe d'équité

Le principe d'équité semble se manifester de trois façons : tout d'abord à travers l'existence d'exceptions à l'obligation de déposer une offre publique, ensuite à travers le pouvoir de l'AMF quant à l'octroi de ces dérogations, et enfin par le pouvoir de l'AMF en matière de prix dans les offres publiques.

De nombreuses exceptions sont posées aux obligations de dépôt d'une offre publique sur la totalité des titres. En effet, le libellé très large des dispositions relatives aux offres publiques obligatoires a pour effet de faire virtuellement rentrer dans le champ de la réglementation des situations où le détenteur de titres ne cherche aucunement à léser les minoritaires⁸⁸. Ces exceptions semblent donc fondées sur le principe d'équité, dans la mesure où elles visent « à limiter les rigueurs de l'offre publique obligatoire lorsqu'il apparaît injuste d'imposer une

⁸⁷ « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier » Jean-François Biard, Jean-Pierre Mattout, Banque et Droit n°28, Mars-Avril 1993.

⁸⁸ « 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 », Frédéric Peltier, Franck Martin Laprade, Bulletin Joly Bourse, 01 septembre 2004, n°5, p 610

telle obligation »⁸⁹. En effet, il est clair dans ces hypothèses que l'acquéreur ne cherche pas à isoler les minoritaires de façon à leur racheter leur participation à un prix dérisoire, le dispositif de protection de ces derniers n'a donc pas vocation à s'appliquer.

Il semble que les exceptions à l'obligation de déposer une offre puissent être regroupées en deux catégories⁹⁰. Dans le premier type de cas, ce sont les conditions du franchissement de seuil qui permettent d'éviter le dépôt d'une déclaration (par exemple le franchissement en raison d'un transfert à titre gratuit ou d'une fusion, ou le franchissement temporaire), ou les effets limités du franchissement de seuil (par exemple la dérogation pour contrôle préalable). Cette classification a le mérite de faire apparaître les raisons qui expliquent l'existence de ces dérogations. En effet, que les exceptions soient posées en raison des conditions ou des effets du franchissement de seuil, dans les deux cas il s'agit d'éviter qu'une obligation ne soit indûment mise à la charge du détenteur des titres, dans des situations où il n'a manifestement pas la volonté d'accroître sa participation en fraude des droits des minoritaires.

Afin de les présenter de façon plus commode, nous retiendrons toutefois les trois catégories du règlement général AMF, qui distingue les cas de dérogation, le cas de non lieu à dépôt, et le cas d'autorisation conditionnelle.

L'autorisation conditionnelle⁹¹ permet à l'AMF d'autoriser le franchissement direct ou indirect du seuil du tiers, si ce dépassement porte sur moins de 3% du capital ou des droits de vote, et si l'acquisition est temporaire et limitée. L'autorisation conditionnelle est également subordonnée à l'engagement de ne pas exercer les droits de vote correspondants, c'est-à-dire les droits de vote qui excèdent le seuil dépassé. Le reclassement des titres doit intervenir dans le délai de 6 mois prévu par le texte.

Le cas de non lieu à dépôt⁹² vise les hypothèses de mise en concert ou d'élargissement d'un concert existant. Le non lieu à dépôt vise les franchissements de seuil déclenchant une offre obligatoire, mais ce franchissement de seuil s'apprécie-t-il au niveau du concert ou seulement au niveau individuel ? Une certaine incertitude résulte du texte, qui ne précise pas explicitement si le franchissement est évalué au niveau du concert, ou au niveau des participations de chaque membre. La deuxième réponse semble toutefois devoir être retenue⁹³, dans la mesure où le texte prévoit que les seuils sont franchis « par une ou plusieurs personnes

⁸⁹ « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier » Jean-François Biard, Jean-Pierre Mattout, Banque et Droit n°28, Mars-Avril 1993, p 11.

⁹⁰ « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier » Jean-François Biard, Jean-Pierre Mattout, Banque et Droit n°28, Mars-Avril 1993, p 11.

⁹¹ Article 234-4 du règlement général AMF

⁹² Article 234-7 du règlement général AMF

⁹³ «Les offres publiques obligatoires », Thierry Bonneau, Nicolas Rontchevsky, Bulletin Joly Bourse, 01 janvier 1999, n°1, p 30.

qui viennent à déclarer agir de concert ». Ce non lieu à dépôt est toutefois subordonné à la réalisation de trois conditions. Selon la première condition, les actionnaires avec qui est opérée la mise en concert devaient déjà détenir la majorité du capital ou des droits de vote, ou entre un tiers et la moitié du capital ou des droits de vote. La deuxième précise que dans le premier cas ils doivent rester prédominants, et dans le deuxième ils doivent conserver une participation plus élevée, la première configuration étant plus contraignante que la deuxième. La troisième condition réside dans l'absence de glissement significatif du contrôle. En effet, cette condition, qui donne une grande latitude à l'AMF dans son appréciation, peut permettre une remise en cause du non lieu à dépôt, si l'équilibre des participations est rompu.

La dernière catégorie d'exceptions correspond aux dérogations. En effet, une liste limitative de cas de dérogations à l'obligation de déposer une offre est posée par l'article 234-9 du règlement général AMF. Nous ne reprendrons pas les sept hypothèses de dérogation qui sont présentes dans le règlement général AMF, mais nous bornerons plutôt à remarquer que les cas de dérogation (comme les cas de non lieu à dépôt et d'autorisation conditionnelle) trouvent leur source dans une explication commune, et correspondent à des hypothèses où il serait manifestement inéquitable d'imposer le dépôt d'une offre publique, comme par exemple la réduction du nombre de titres, ou la souscription à l'augmentation de capital d'une société en difficulté.

La deuxième preuve de l'existence d'un principe d'équité réside dans le pouvoir accordé à l'AMF dans l'octroi ou le refus des dérogations, qui est aussi un argument en faveur de l'existence d'un principe d'équité. En effet, l'existence d'un principe d'équité semble incompatible avec l'octroi automatique de dérogations, et suppose une appréciation au cas par cas de la bonne foi du détenteur du contrôle ou du capital ayant franchi les seuils réglementaires. C'est ainsi que même pour les cas de dérogation qui semblent dans leur formulation ne pas laisser de marge d'appréciation à l'AMF, le pouvoir d'appréciation de l'autorité régulatrice subsiste.

La troisième manifestation du principe d'équité semble intervenir en matière de prix dans les offres publiques. En effet, le système antérieur en matière de prix dans les offres publiques donnait un pouvoir important à l'AMF. L'initiateur devait libeller son prix « à des conditions telles qu'il puisse être déclaré recevable par l'AMF »⁹⁴. Celle-ci se voyait dotée du pouvoir

⁹⁴ Ancien article 234-2 du règlement général AMF

d'évaluer, qu'il s'agisse d'une offre publique volontaire ou obligatoire, le prix ou la parité d'échange «en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée»⁹⁵. Sous le système antérieur, un prix était donc proposé par l'initiateur, et faisait l'objet du contrôle de l'AMF, dont la décision pouvait être contestée. Le système a changé sous l'impulsion de la directive 2004/25, dont les dispositions ont été transposées par la loi du 31 mars 2006, et par la réforme du règlement général AMF.

Le système actuel est le suivant : Pour les offres publiques volontaires, la réforme du contrôle de l'AMF tend, comme nous l'avons dit plus haut, à atténuer le contrôle du prix au profit de l'exigence de transparence. Le contrôle du prix peut indirectement avoir lieu dans les cas de conflits d'intérêts⁹⁶, dans la mesure où le rapport de l'expert est intégré au projet de note d'information, et fait donc l'objet d'un contrôle de l'AMF.

Concernant les offres publiques obligatoires, l'exigence d'un prix équitable ne se traduit pas de la même façon qu'auparavant. Le mécanisme actuel, plus libéral, traduit une confiance plus grande en la fixation du juste prix par le marché. En effet, le prix proposé lors de l'offre publique d'acquisition ne peut pas, selon la directive, être inférieur au « prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période, déterminée par les Etats membres, de 6 mois au minimum à 12 mois au maximum ». Le règlement général AMF a fixé cette durée à 12 mois. La directive a toutefois prévu la possibilité pour les Etats de pouvoir s'écarter de ce prix plancher dans un certain nombre d'hypothèses, dans lesquelles le prix payé antérieurement ne peut refléter le juste prix. Les Etats peuvent donc fixer des cas dans lesquels le prix retenu sera différent de ce prix de marché. La directive donne 4 exemples, et prévoit le cas où le prix le plus élevé résulte d'un accord entre l'acheteur et un vendeur, où les prix de marché des titres en cause ont été manipulés, où « les prix de marché en général ou certains prix de marché en particulier ont été affectés par des éléments exceptionnels », et enfin le cas où il s'agissait d'assurer le sauvetage d'une entreprise en détresse. La logique communautaire était donc bel et bien de permettre aux Etats de fixer des modalités différentes de détermination du prix équitable, lorsque l'on ne peut s'en remettre au prix payé, du fait d'une perturbation du marché. Dans ces cas, la directive prévoit la possibilité de prévoir des modalités différentes de détermination, et propose à titre indicatif, la valeur moyenne de marché, ou la valeur liquidative.

Les mécanismes de fixation du prix ont incontestablement été libéralisés du fait de la réforme du règlement général AMF. En effet, la fixation du prix de l'offre par référence au prix payé

⁹⁵ Ancien article 231-23 du règlement général AMF

⁹⁶ « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°235

antérieurement par l'offrant manifeste une confiance accrue dans les mécanismes de marché. Ce mécanisme présente en outre de nombreux avantages, en ce qu'il permet d'assurer une certaine égalité de traitement entre les acquéreurs, tout en étant relativement prévisible. Le droit français n'a toutefois pas totalement accepté la réduction du rôle de l'AMF en équité. En effet, il semble bel et bien que le législateur français a voulu maintenir par le jeu des exceptions un certain rôle à l'AMF. Tout d'abord, la directive prévoyait que les Etats pouvaient fixer une liste de circonstances. Or, dans le règlement général AMF, la liste de circonstances exceptionnelles permettant de s'écarter du prix plancher ne semble pas limitative, car elle est précédée d'un « notamment ». Ensuite, là où la directive suggérait des méthodes neutres d'évaluation faisant encore la part belle à la référence au marché, le règlement AMF maintient pour les cas exceptionnels l'analyse multi-critères. On s'aperçoit donc bien que le droit français, même s'il s'est libéralisé concernant la question du prix dans les offres obligatoires, manifeste des réticences à la logique d'évaluation par le marché prônée par le rapport Winter. Le rôle de l'AMF en équité semble donc avoir sensiblement reflué relativement à la question du prix dans les offres obligatoires, mais il continue à exister du fait des réticences manifestées par le législateur.

En matière d'offre publique de retrait, la solution retenue est différente. Le prix est apprécié par référence à la méthode multi-critères, et la décision de l'AMF peut être contestée devant le juge, le système antérieur est donc toujours applicable.

Pour tout ce qui touche à l'épineuse question de l'indemnisation des actionnaires minoritaires dans le cadre des offres publiques de retrait obligatoire, la loi de 2006 n'a pas apporté de modifications significatives en matière de prix. Il peut sembler étrange au premier abord d'envisager la question des OPRO dans une sous-partie consacrée à la protection des minoritaires, alors que l'on sait qu'il s'agit d'une mesure permettant aux actionnaires majoritaires détenant plus de 95% d'exclure les minoritaires. Mais s'il ne s'agit pas d'une mesure de protection des minoritaires, il n'en demeure pas moins que les minoritaires doivent être protégés dans le cadre de cette procédure, car ils doivent recevoir une indemnisation équitable. Les solutions en matière d'OPRO diffèrent selon le cas d'ouverture. Si c'est une OPA qui a précédé l'OPRO, c'est le prix de l'OPA qui sera retenu. En revanche, si c'est une OPR, c'est le prix payé lors de l'OPR qui sera retenu. Toutefois, si des changements sont intervenus entre l'OPR et l'OPRO, par exemple un résultat plus important que prévu, le recours à la méthode multicritère est possible pour déterminer le juste prix. C'est ainsi qu'est prise en charge la protection des minoritaires. L'application de la méthode multicritères a

toutefois l'inconvénient d'attiser les contestations⁹⁷, car la mission d'équité en matière de prix de l'AMF s'exerce sous le contrôle du juge. Il nous semble toutefois que depuis l'arrêt Orange⁹⁸, ce rôle du juge se soit atténué. En effet, les juges de cassation ont fondé leur refus de considérer l'indemnité comme équitable sur le constat que la méthode multicritères avait été respectée, alors même que la Cour d'appel de Paris n'avait pas hésité à remettre en question certaines évaluations, car elles n'avaient pas pris en compte certains critères, ou leur avaient accordés une pondération que le juge ne considérait pas appropriée⁹⁹. L'arrêt Orange semble donc marquer un coup d'arrêt, et inciter le juge à une plus grande orthodoxie. La protection des minoritaires par le contrôle de leur indemnisation repose donc sur l'AMF, dont la décision sera difficilement contestable devant le juge.

Le principe d'équité vient donc assouplir la rigueur de certaines règles fondées sur le principe d'égalité. On a donc pu constater que ce principe s'illustre de trois façons, à travers l'existence de dérogations à l'obligation de déposer une offre, à travers le pouvoir de l'AMF quant à l'octroi de ces dérogations, et à travers le contrôle, certes atténué depuis la réforme, que l'AMF exerce sur le prix.

Même non écrit, il semble donc qu'un principe d'équité s'infère bien du contenu de nos dispositions réglementaires, ainsi que des pouvoirs de l'AMF. Ce principe d'équité participe bel et bien de l'originalité de notre droit, dans la mesure où il vient tempérer les rigueurs d'une égalité perçue de façon large. Le principe d'égalité, même conçu de façon extensive, ne saurait toutefois assurer à lui seul la protection des actionnaires minoritaires, ce qui explique l'existence en droit interne d'un second principe non écrit, celui de non rupture du contrat d'investissement.

* Le principe de non rupture du contrat d'investissement.

Un deuxième principe directeur vient quant à lui compléter, et non plus corriger, le principe d'égalité des actionnaires. Il s'agit du principe de non rupture du contrat d'investissement.

⁹⁷ « 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 », Frédéric Peltier, Franck Martin Laprade, Bulletin Joly Bourse, 01 septembre 2004, n°5, p 610

⁹⁸ Arrêt « Orange », CA Paris 6 avril 2004, Bulletin Joly Sociétés 01 octobre 2004

⁹⁹ Cour d'appel de Paris, 5 mai 1998

Cour d'appel de Paris, 30 mai 2000

Cour d'appel de Paris, 17 décembre 2000

En effet, en l'absence de dispositions spécifiques relatives à l'offre publique de retrait, la COB ne pouvait pas appréhender les cessions de blocs de contrôle dans les opérations de restructurations internes, et ne pouvait intervenir qu'en cas d'acquisition du contrôle par un tiers. Elle a donc, à l'origine, tenté de convaincre les intéressés de procéder à un maintien de cours grâce à son pouvoir de radiation de la cote¹⁰⁰, et a ainsi pu imposer dans ces hypothèses un droit de sortie au profit du minoritaire. Elle a ensuite développé, grâce à une jurisprudence audacieuse, un dispositif de protection des minoritaires leur permettant de demander le rachat de leur participation dans certaines hypothèses de changements radicaux de la structure ou des perspectives économiques ou financières de la société, tels que la suppression du dividende¹⁰¹, le changement d'orientation de la société¹⁰², la modification de la taille, de la structure financière et des perspectives de résultat¹⁰³, ou en cas de changement important de la structure juridique¹⁰⁴. C'est dans son rapport annuel de 1988 qu'a explicitement été formulé le principe fédérant ces différentes hypothèses, par la formule suivante : « Chaque année, la commission rend compte dans son rapport des possibilités de retrait offertes aux actionnaires dans des cas de changement de contrôle ou dans des cas où *du fait d'opérations de restructuration, les droits des actionnaires ont pu être modifiés de manière importante. En effet, toute modification importante du pacte social peut affecter la clause du contrat d'investissement par lequel l'actionnaire a adhéré à la société.* ». Le principe de non rupture du contrat d'investissement était donc celui en vertu duquel il fallait prendre en compte les conditions ayant déterminés l'investissement de la part de l'actionnaire (par exemple la qualité des dirigeants), pour conférer à ce même actionnaire un droit de sortie dans certaines hypothèses. Les hypothèses d'offres publiques de retrait ont par la suite été intégrées au règlement du Conseil des bourses de valeur. Il est toutefois à noter que si l'OPR a été développée à l'origine comme un outil de protection des minoritaires, le règlement du conseil des bourses de valeur a toutefois permis aux majoritaires détenant plus de 95% des droits de vote de déposer une OPR, et ce afin de faciliter le regroupement des titres. Pour revenir à l'objet de notre propos, c'est-à-dire à la protection du minoritaire par le principe de non rupture du contrat d'investissement, plusieurs possibilités ont donc été intégrées dans le règlement du conseil des bourses de valeur. Tout d'abord la possibilité pour le minoritaire de demander le rachat de ses titres si les titres en circulation représentent moins de 5%. Il est en effet présumé

¹⁰⁰ Affaire Renault, Saviem et Berliet, COB rapport annuel 1977 p 90

¹⁰¹ « Cofica » 1978, « Locabail » 1978

¹⁰² « PUK » 1980, « Compagnie universelle d'Acétylène » 1983, « Speichim » (1987)

¹⁰³ « Mumm » 1987

¹⁰⁴ « La Carbonique » 1987

que dans ce cas, il y a une absence de liquidité du titre qui justifie le droit de retrait. Ensuite la possibilité de demander le rachat en cas de transformation en sociétés en commandites par actions, en cas de modifications significatives des statuts, et dans certains cas de modifications économiques significatives de la société (l'apport ou la cession de la totalité ou du principal des actifs, la réorientation de l'activité sociale, la suppression de toute rémunération des titres de capital).

La réforme du règlement général du conseil des marchés financiers en 1998, par l'arrêté du 5 novembre n'a entraîné que des modifications mineures en matière d'OPR, les seules modifications importantes intervenant en matière d'OPRO. Tout d'abord, concernant l'OPR demandée en cas de circulation de moins de 5% des titres, il a été expressément précisé que « l'autorité de marché se prononce sur la demande notamment au vu des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur ». Cette précision ne faisait en effet qu'entériner la pratique antérieure. Ensuite les dispositions concernant l'OPR en cas de transformation en société en commandites par action, et en cas de modification significative des statuts ou de modifications économiques significatives ne subissent pas non plus de changements.

Le principe de non rupture du contrat d'investissement semble donc conserver son actualité en droit français, même s'il ne figure pas dans la liste dressée par le règlement général AMF. L'OPR vient sanctionner la rupture du contrat d'investissement lorsque l'actionnaire majoritaire décide de modifications majeures dans la vie sociale. Le fondement de l'OPR est donc bien différent de celui de l'offre publique obligatoire, dans la mesure où ce n'est pas une rupture d'égalité qui fonde ce mécanisme. Le principe de non rupture du contrat d'investissement est donc un complément indispensable au principe d'égalité.

Nous avons donc brièvement exposé les modalités d'application du principe d'égalité en droit français, en montrant comment ce principe pouvait être corrigé ou complété. Nous allons maintenant envisager les modalités d'application du principe d'égalité qui étaient prônées par la directive, et voir quelles différences apparaissent vis-à-vis du système français.

b) Le système prôné par la directive.

Le système qui était prôné par la directive était différent du système français. En effet, si le principe d'égalité était bel et bien reconnu par la directive, ce que nous avons évoqué plus haut, il n'en demeurait pas moins que les modalités d'application de ce principe fixées par la

directive différaient sensiblement de celles retenues en droit français. La plupart des différences antérieures ont subsisté, seuls étant modifiés les critères d'appréciation du prix. Nous allons donc d'abord dresser un rapide comparatif des modalités de protection prônées par la directive, avant d'envisager les mérites et inconvénients comparés des deux systèmes.

- Comparaison des deux logiques de contrôle

Nous présenterons d'abord les dissemblances, avant d'envisager les points de convergences.

La logique de la directive était différente du droit français à plusieurs égards. Tout d'abord, concernant les offres publiques obligatoires, la directive précise bien que ce sont des seuils de contrôle qui doivent être franchis, alors que le droit français pose des seuils en contrôle ou en capital. L'originalité du droit français en la matière a été conservée, car le règlement AMF n'a pas apporté de changements sur ce terrain.

Ensuite la directive prévoit que les cas d'offres publiques obligatoires font suite à une acquisition, alors que le droit français prévoit que c'est la détention de titres au-delà du seuil qui entraîne l'offre obligatoire. Il ne s'agit pas que d'une différence de terminologie, car le fait que le droit interne ne se base pas sur la seule acquisition produit deux conséquences importantes en matière de régime. La première concerne le prix, car la formule « acquisition » permet le recours au prix de marché comme méthode d'évaluation. La deuxième conséquence de cette formulation est l'existence ou non d'exceptions à l'obligation de déposer un projet d'offres. En effet, si c'est la simple détention de titres et non pas l'acquisition qui entraîne l'obligation de déposer un projet d'offre, il est logique que soient exclues les hypothèses où la protection est sans objet. Selon que ce sont les acquisitions qui seront visées, ou tout type de détention quelle que soit son origine, il conviendra ou non de rééquilibrer en aval le dispositif en s'assurant qu'il ne s'applique pas dans des hypothèses où la protection serait sans objet (comme les hypothèses d'attribution à titre gratuit, ou les réductions de capital).

La formulation large du droit interne a été maintenue, le règlement AMF utilisant toujours l'expression « vient à détenir »¹⁰⁵. Quant aux conséquences de cette conception large, seule la première a fait l'objet d'aménagements, car la méthode multicritères a été réduite au rang d'exception. Cette exception reste toutefois conçue plus largement que dans la directive, comme nous l'avons vu plus haut, ce qui traduit la réticence de la France à l'admission des

¹⁰⁵ Article 234-2 du règlement général AMF

seuls mécanismes de marché pour l'évaluation du prix. En matière de prix, on s'aperçoit bien que le rôle de l'AMF en équité n'est pas supprimé, même s'il enregistre un net recul. Quant aux exceptions à l'obligation de déposer un projet d'offre, elles ont logiquement été conservées.

L'examen de ces différences permet de conclure au fait que c'est principalement le principe d'équité qui constitue la pierre d'achoppement entre le droit interne et la directive communautaire.

Il faut néanmoins rappeler que certains points de convergence préexistaient à la réforme, et existent toujours. Tout d'abord, même si le principe de non rupture du contrat d'investissement n'est pas explicitement consacré par l'article 3 de la directive, l'article 16 vient poser la nécessité des dispositifs de retrait. Il est possible que ce dispositif ait été fondé dans l'esprit du texte communautaire sur le principe d'égalité, car le principe de non rupture du contrat d'investissement n'est pas mentionné par l'article 3. Le fait de fonder le retrait obligatoire sur le principe d'égalité nous semblerait inexact, dans la mesure où il ne s'agit pas de réparer une rupture d'égalité, mais de permettre à un actionnaire de se désengager car les conditions du pacte d'investissement ont changé. Il n'en demeure pas moins que la directive envisage l'OPR, et qu'il y a sur ce point une convergence de régime avec notre droit qui est suffisante pour dissimuler une éventuelle divergence au niveau du principe fondateur.

Ensuite, l'article 15 de la directive envisage l'OPRO, qui est aussi un mécanisme de droit interne. L'OPRO est, depuis la transposition de la directive, possible après une OPR, mais aussi après une OPA, si dans ces deux cas les titres en circulation sont de moins de 5% après l'offre. Ce mécanisme constitue une limite à la protection des minoritaires, limite commune au droit interne et au droit communautaire. Il est en effet considéré que cette expropriation est faite dans l'intérêt du marché¹⁰⁶, le regroupement des titres permettant la reconstitution du capital. Dominique Schmidt considère quant à lui que ce prétendu intérêt du marché ne correspond en réalité qu'à l'intérêt des minoritaires. L'affirmation nous semble excessive dans la mesure où ce sont surtout des considérations d'efficacité économique qui semblent dicter cette règle. Toujours est-il que cette limite à la protection des minoritaires que constitue l'OPRO est acceptée par le droit interne et par le droit communautaire.

¹⁰⁶ Arrêt « Sogénal », Cass.Com, 29 avril 1997, 95-15.220, publié au bulletin

Certains points de convergence existent donc entre le droit français et la directive. La suite de notre propos ne portera toutefois que sur les points de divergence et sur les avantages et inconvénients des deux systèmes.

- Avantages et inconvénients des deux systèmes

Les spécificités du droit français, qui restent largement intactes depuis la réforme, ont été critiquées par certains auteurs¹⁰⁷. Nous entendons ici discuter quatre types de critiques.

Tout d'abord le fait que le seuil soit en droit de vote ou en capital, et non pas seulement en droit de vote a été perçu comme une complication inutile et comme un facteur d'insécurité juridique. Nous partageons pour notre part la critique opérée à ce double seuil. Notre droit aurait gagné à notre sens, en lisibilité et en prévisibilité en adoptant la conception communautaire du franchissement de seuil, dans la mesure où la logique de l'offre publique obligatoire doit s'articuler autour de la notion de contrôle. En effet, le comportement que l'on cherche à prévenir par le mécanisme de l'offre publique obligatoire est la prise de contrôle rampante, puis l'achat des titres des minoritaires à un prix faible. De telles manœuvres ont donc pour enjeu la prise de contrôle, et pas la détention d'une partie du capital. Il est donc possible que, par exemple, par le jeu d'une clause de plafonnement des votes, un actionnaire détenant 50% du capital n'ait que 15% des votes. L'acquéreur aura dans ce cas des difficultés à faire pression sur les minoritaires, et la protection sera sans objet, dans la mesure où les autres actionnaires auront encore le contrôle. En outre, de façon plus fondamentale, la notion de minoritaire comprend aussi bien les actionnaires possédant moins de 50% du capital, que les actionnaires possédant plus de la moitié du capital mais n'ayant pas le contrôle de la société¹⁰⁸ (par exemple du fait de limitations des droits de vote, ou d'une forte dispersion de l'actionariat). La définition même du minoritaire se faisant par référence à l'absence de contrôle, la protection du minoritaire devient sans objet si il n'y a pas de prise de contrôle rampante, car il n'y a pas, à proprement parler de minoritaires à protéger si il n'y a pas un majoritaire en face d'eux ayant acquis le contrôle. Pour toutes ces raisons, il nous semble que cette critique est légitime, et aurait contribué à une plus grande efficacité de notre droit des offres publiques.

¹⁰⁷ « 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 », Frédéric Peltier, Franck Martin Laprade, Bulletin Joly Bourse, 01 septembre 2004, n°5, p 610

¹⁰⁸ « Les droits des minoritaires et les offres publiques », Dominique Schmidt, recueil Dalloz 2007, n°27, p 1887-1892

Ensuite, la seconde critique a porté sur le fait que le législateur ait maintenu la formulation large du fait générateur de l'obligation, c'est-à-dire la détention de titres, et non pas l'acquisition de titres. La principale critique formulée à cet égard réside dans le fait que l'interprétation large du franchissement de seuil serait inutile, et que les exceptions posées dans le règlement AMF viendraient réduire un champ d'application inutilement élargi en amont. Cette critique qui semble juste en apparence, est à notre sens, contestable. En effet, si la seule acquisition était prise en compte pour entraîner le jeu de l'offre publique obligatoire, cela pourrait entraîner un déficit de protection des minoritaires. Il ne faut pas en effet sous-estimer à notre sens les montages possibles par des acquéreurs peu scrupuleux, qui pourraient ainsi éluder l'obligation de dépôt (par exemple en prévoyant un transfert à titre gratuit). Il est donc préférable à notre sens de prévoir une protection large assortie d'une dérogation pour remédier aux excès potentiels, que de prévoir un champ de protection réduit laissant le minoritaire démuni dans de nombreuses situations. En effet, le système actuel de dérogations permet au majoritaire d'échapper à l'obligation de dépôt dans des situations où il serait manifestement inéquitable de la lui imposer, alors que le système retenu par la directive, par sa lettre étroite, peut priver le minoritaire de recours dans des configurations périlleuses où le prix de sa participation peut fortement baisser. La deuxième critique doit donc, à notre sens, être rejetée, et le maintien du système français de dérogation est bienvenu, celui-ci étant relativement équilibré.

Une troisième critique a également été formulée, selon laquelle le pouvoir de l'AMF en matière d'octroi de dérogations aboutissait à une trop grande insécurité juridique¹⁰⁹. La marge d'appréciation dont jouit l'AMF aurait donc, dans cette optique, dû être supprimée. Cette troisième critique ne doit également pas, à notre sens, être retenue. En effet, conformément au principe d'équité que nous avons présenté plus haut, le pouvoir de l'AMF en matière d'octroi de dérogations permet de s'assurer que celles-ci sont délivrées à bon escient.

Le maintien du pouvoir de l'AMF se justifie doublement, tout d'abord sur le terrain des principes, mais aussi d'un point de vue pratique. D'un strict point de vue de logique juridique, il permet de faire en sorte que les dérogations appliquent bel et bien le principe d'équité qu'elles sont destinées à servir. Nous pensons à cet égard que l'exigence de respect des principes généraux lors de l'octroi des dérogations, qui est posée par la directive, est compatible avec la démarche de l'AMF. En effet, l'octroi des dérogations devra en particulier

¹⁰⁹ « 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 », Frédéric Peltier, Franck Martin Laprade, Bulletin Joly Bourse, 01 septembre 2004, n°5, p 610

respecter un principe directeur, le principe d'équité, qui, s'il n'est pas posé par la directive, existe bel et bien dans notre droit. Il nous semble aussi que le maintien par la réforme du règlement AMF de ce pouvoir d'appréciation de l'AMF soit opportun d'un point de vue pratique, car une application automatique des dérogations permettrait leur application dans des hypothèses où les minoritaires ne mériteraient pas la protection légale. Il est heureux, que même dans des hypothèses où le texte ne semble pas de laisser de marge d'appréciation, l'AMF exerce son contrôle. La COB a ainsi pu refuser de faire jouer la dérogation relative au franchissement de seuil du fait d'une réduction de capital, dans un cas où le seuil avait été franchi passivement, mais volontairement. Le pouvoir de l'AMF a donc été conservé, ce qui permet de faire face à une grande diversité de situations qu'une application mécanique ne saurait encadrer de façon satisfaisante.

Nous pensons toutefois qu'une quatrième critique puisse être faite au système actuel. Le droit français conçoit toujours le franchissement de seuil de façon large, car sont visés les personnes qui viennent à détenir des titres au-delà des seuils légaux. Ce champ d'application est à notre sens justifié. Mais force est de constater qu'une incohérence existe sur le terrain de l'évaluation du prix. En effet, un système retenant seulement les franchissements liés à l'acquisition retient logiquement le prix du marché comme élément d'évaluation. Or, aujourd'hui (sauf exceptions), ce système du prix de marché est retenu alors même que le seuil peut être franchi autrement que par une acquisition. Les modalités de fixation du prix retenues ne sont donc pas cohérentes vis-à-vis des cas d'ouverture, car si les titres sont obtenus autrement que par une acquisition, la référence au prix payé durant les 12 derniers mois n'est pas satisfaisante. Si le législateur entendait conserver sa conception du franchissement de seuil, ce qui était à notre sens parfaitement justifiable, il aurait fallu aussi conserver la conception française de la fixation du prix. Il était toutefois difficile pour la France de refuser de façon nette les modalités suggérées par le rapport Winter, ce qui semble expliquer que la France ait transposé les dispositions relatives au prix, mais en maintenant une exception plus large que ce qu'entendait la directive.

Nous pensons donc à titre de conclusion de ce B), que le système français a été conservé dans la plupart de ces dispositions, et que l'articulation entre principe d'égalité et principe d'équité constitue une combinaison relativement satisfaisante qui n'a pas été sacrifiée à l'ambition harmonisatrice de la directive. En revanche, une simplification aurait pu être réalisée en considérant que les seuils ne concernent que le contrôle. Il reste toutefois regrettable que les

dispositions relatives à la fixation du prix conviennent imparfaitement à la logique française des franchissements de seuil, qui couvre un champ plus large que les seules acquisitions.

Le droit français a également été incité par la directive à réformer son droit des défenses anti-OPA. Nous verrons que cet objectif communautaire a été très imparfaitement réalisé, avant d'expliquer quelles sont les obstacles de notre tradition juridique qui expliquent à notre sens cet échec relatif.

II) Un principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire, limité en droit interne par la conception française de l'intérêt social.

Nous verrons en A) comment se manifestent les réticences à l'admission du principe de prévalence de l'actionnaire, avant d'expliquer en B) que cette réticence semble s'expliquer par la conception française de l'intérêt social.

A) Une réticence vis-à-vis de l'admission du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire

Nous tenterons tout d'abord 1) de définir le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire, avant d'envisager en 2) les dispositifs d'application de ce principe dans la directive, qui concernent principalement les dispositifs anti-OPA. Nous envisagerons ensuite 3) les principales dispositions du droit français des défenses anti-OPA au lendemain de la loi du 31 mars 2006 et expliquerons comment les réticences françaises vis-à-vis des articles 9 et 11, visant à limiter le recours aux défenses anti-OPA, illustrent les difficultés d'intégration dans notre droit du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire.

1) Définition du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire

Le principe de prévalence de l'actionnaire est, selon la classification retenue par Alain Viandier¹¹⁰, un principe directeur des offres publiques. Il est toutefois utile de relever que ce n'est pas en ces termes qu'est libellé le principe directeur dans la directive et dans le règlement général AMF. En effet, le principe tel qu'il est formulé par le règlement général AMF est le principe de « libre jeu des offres et de leurs surenchères », et la directive précise bien que le dirigeant ne peut empêcher les actionnaires de décider des mérites de l'offre.

Nous considérons cependant, à l'instar d'Alain Viandier, que le véritable principe est le principe de prévalence de l'actionnaire. Le principe de libre jeu des offres est à notre sens un objectif intermédiaire, dont la réalisation vise à maximiser l'intérêt des actionnaires. La directive précise bien que les dirigeants ne sauraient priver les actionnaires de la possibilité de décider des mérites de l'offre. L'idée est donc que le libre jeu des offres est favorable à l'actionnaire, car elle permet l'appréciation de ses titres et car elle accroît la liquidité du

¹¹⁰ « OPA, OPE, et autres opérations », Alain Viandier, n°78, p 20, 2006, éditions Francis Lefebvre

marché. C'est en ce sens que l'objectif intermédiaire de libre jeu des offres et de leurs surenchères est au service de l'objectif final qu'est le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire. Cette différence de terminologie est donc plus qu'un simple écart de formulation.

Cet objectif intermédiaire qu'est le libre jeu des offres est lui-même mis en œuvre, dans la logique communautaire, par les dispositions relatives aux défenses anti-OPA. Selon cet impératif de libre jeu des offres et de leurs surenchères, les défenses anti-OPA doivent être limitées, afin de laisser les actionnaires décider des mérites de l'offre, car celle-ci leur est favorable en ce qu'elle permet une valorisation et une appréciation de leurs titres.

La distinction entre libre jeu des offres et prévalence de l'intérêt de l'actionnaire revêt à notre sens d'importantes conséquences pratiques. En particulier le fait, qu'à notre sens, si c'est la prévalence de l'intérêt des actionnaires qui constitue le principe directeur, cela signifie que cette prévalence peut être établie, dans des cas certes rares, autrement que par le libre jeu des offres. Nous détaillerons cet aspect plus loin, en examinant l'encadrement par le droit français des dispositifs anti-OPA. Nous considérons donc qu'au-delà de la lettre du texte, c'est en réalité un principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire qui est consacré.

Ce principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire, trouve sa concrétisation dans la neutralisation des défenses anti-OPA. Nous verrons que l'harmonisation largement optionnelle prônée par la directive, a permis au législateur français de maintenir les spécificités de sa réglementation des défenses anti-OPA, voire même de renforcer celles-ci, ce qui manifeste une véritable réticence à l'admission du principe de prévalence de l'actionnaire.

2) L'encadrement des défenses anti-OPA par la directive 2004/25/CE

L'encadrement des défenses anti-OPA dans la directive 2004/25/CE diffère sensiblement de la première à la seconde mouture. En effet, les deux dispositions les plus sensibles de la directive, à savoir l'article 9 et l'article 11, ont été rendues optionnelles sur la proposition du Portugal. Ce compromis avait pour objectif de vaincre la réticence de certains pays.

Nous allons donc d'abord envisager les articles 9 et 11, avant de présenter le contenu de l'article 12 qui rend ces dispositions optionnelles, et qui prévoit une clause de réciprocité permettant de désactiver le jeu de ces articles quand l'initiateur ne les applique pas lui-même.

L'article 9 de la directive, qui concerne les pouvoirs des dirigeants en cours d'offre, pose plusieurs principes, et applique la « passivity rule » suggérée par le rapport Winter. Tout

d'abord, son paragraphe 5 précise que le conseil d'administration doit faire connaître son avis motivé sur « l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés ». Sitôt cette obligation remplie, les pouvoirs du dirigeant sont neutralisés durant la période d'offre par le jeu des mécanismes suivant. Tout d'abord les organes d'administration ou de direction doivent obtenir une « autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre ». Ensuite, lorsqu'il s'agit de décisions prises avant l'offre et qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en œuvre, les organes précités doivent recueillir l'approbation ou la confirmation de l'assemblée générale des actionnaires. Enfin, les délégations de mesures accordées antérieurement à l'offre et susceptibles de faire échouer l'offre sont neutralisées. Les seules démarches pouvant être effectuées en cours d'offre sans avoir à requérir l'autorisation préalable de l'assemblée sont les recherches d'offres concurrentes. L'article 9 instaure donc une véritable présomption de conflit d'intérêts à la charge des dirigeants, qui voient pour cette raison leurs pouvoirs neutralisés.

Les principes de l'article 11 visent quant à eux la neutralisation des restrictions statutaires et extra statutaires aux droits de vote et aux transferts de titres, qui peuvent être utilisées comme des armes de dissuasion vis-à-vis de l'initiateur. Il met ainsi en application la « breakthrough rule ». Les dispositions posées par l'article 11 sont les suivantes : Tout d'abord les restrictions statutaires et extrastatutaires aux transferts de titres sont neutralisées par l'article 11§2. Ensuite les restrictions statutaires ou extrastatutaires à l'exercice des droits de vote, sauf celles compensées par des avantages pécuniaires spécifiques, et les droits de vote multiples, sont désactivés lors de l'assemblée générale décidant des mesures de défense (article 11§3 de la directive). A cet égard, les actions de préférence sans droit de vote rentrent dans la catégorie des restrictions compensées par un avantage pécuniaire, si ces actions de préférence bénéficient d'une préférence pécuniaire. Quant aux actions à droit de vote multiple, il semble que la définition qui en est donnée par le droit communautaire aboutit à exclure les actions à droit de vote double du droit français¹¹¹. Il nous semble également utile de relever que les dispositions de l'article 11 relatives au droit de vote étendent en réalité aux restrictions statutaires et extrastatutaires une solution bien établie par la CJCE relativement aux plafonnements des droits de vote d'origine légale¹¹². Enfin, l'article 11§4 prévoit la

¹¹¹ Article 2§1 g), Directive 2004/25/CE

¹¹² « Les limitations du droit de vote à la lumière du droit communautaire », Renée Kaddouch, Lexbase Hebdo n°178, jeudi 28 juillet 2005, n° Lexbase N°7010AIH

neutralisation des dispositifs précités, ainsi que la neutralisation des droits extraordinaires des actionnaires concernant la nomination ou la révocation de membres de l'organe d'administration ou de direction prévus dans les statuts de la société visée, lorsqu'après l'offre, l'initiateur détient au moins 75% du capital assorti de droits de vote.

Cette double-limitation des défenses anti-OPA poursuit un objectif simple : donner aux actionnaires dans la majorité des cas la possibilité d'apporter leurs titres à l'offre s'ils le souhaitent. Cette double amputation des capacités défensives a été refusée par certains Etats membres. C'est ainsi que l'article 12 intitulé arrangements facultatifs rend ces dispositions facultatives et organise un système complexe d'options.

Tout d'abord l'article 12 dispose que les Etats membres peuvent choisir de ne pas appliquer les articles 9, §2 et §3, et/ou 11. Les §2 et §3 semblent solidaires, mais la possibilité d'une application de l'article 9 ou de l'article 11 est reconnue. Il semble donc que 4 options soient possibles. Tout d'abord la transposition des articles 9 et 11. Ensuite, la non transposition des articles 9 et 11. Enfin, la transposition de l'article 9 ou de l'article 11.

Si l'Etat membre choisit de ne pas transposer ces dispositions, il peut cependant permettre aux sociétés de son Etat d'appliquer ces articles sur la base du volontariat. Ce choix est réversible, par une décision de l'assemblée générale des actionnaires, notifiée à l'autorité de contrôle de l'Etat dont relève la société et à toutes les autorités de contrôle des Etats membres dans lesquels les titres ont été admis à la négociation sur un marché réglementé ou dans lesquels une demande à cet effet a été introduite. Les Etats membres ont enfin la possibilité d'offrir aux sociétés le choix de ne pas appliquer les articles 9 et 11, dans les cas où l'initiateur ne respecte pas lui-même ces dispositions ou des dispositions équivalentes, ou si l'initiateur est contrôlé directement ou indirectement par une société n'appliquant pas ces dispositions ou des dispositions équivalentes. L'objectif de ce double système d'option est de permettre, dans les cas de refus de transposition, une transposition « par le bas » (grâce à la possibilité d'application volontaire), et aussi d'assurer une égalité de compétition sur le marché (grâce à la clause de réciprocité).

On sent bel et bien que c'est le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire qui a suscité les réticences de certains Etats membres. En effet, les dispositifs contestés sont clairement ceux qui appliquent l'impératif de libre jeu des offres, (cet objectif étant lui-même une condition d'application du principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire, comme nous l'avons vu plus haut). La transposition a minima réalisée par le droit français, qui

maintient largement les spécificités de notre droit en matière de défenses anti-OPA, ainsi que l'introduction du mécanisme des bons d'offres, montrent bien que le droit français manifeste de fortes réticences vis-à-vis du libre jeu des offres, et aussi dans une certaine mesure au principe de prévalence de l'intérêt des actionnaires (ces deux notions ne se recouvrant pas à notre sens).

3) Les réticences du droit français vis-à-vis du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire.

La loi du 31 mars 2006, ainsi que la réforme du règlement général AMF n'ont que peu modifié le droit français dans un sens favorable à l'initiateur. Il semble même que notre droit, qui est traditionnellement favorable à l'initiateur, le soit moins après la réforme, du fait du jeu possible de la clause de réciprocité, et de l'introduction du mécanisme hautement dissuasif que constituent les bons d'offres.

Nous allons donc aborder maintenant a) les choix de transposition opérés par la France relativement à l'article 9, et ensuite b) ceux relatifs à l'article 11, des choix qui, nous le verrons en c), révèlent les réticences du droit national face au principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire.

a) Une transposition de l'article 9 en trompe-l'œil

La transposition de l'article 9 a deux principaux effets. Tout d'abord de restreindre les pouvoirs des dirigeants en période d'offre. Ensuite le fait d'admettre, au moins en théorie, la possibilité de défenses « à chaud », et de refuser, toujours en théorie, la possibilité de défenses « à froid ». C'est à cet égard que la transposition de l'article 9 est doublement en trompe-l'œil : Tout d'abord, car l'interdiction et l'autorisation théoriquement posées par le texte correspondent en pratique à des situations inverses, du fait de la faible praticabilité des moyens autorisés, et de la large dérogation apportée aux moyens interdits. Ensuite, car l'introduction en droit français du mécanisme des bons d'offre est de nature à renforcer les moyens de défense de la cible, contrairement à ce qui était visé par l'article 9 de la directive.

Nous verrons tout d'abord quelles ont été les mesures de neutralisation des dirigeants qui ont été posées par la loi du 31 mars 2006, avant de voir comment celle-ci a pour contrepartie la reconnaissance des défenses décidées par l'assemblée. Nous présenterons enfin l'introduction

en droit français du mécanisme des bons d'offre, qui se situe manifestement à rebours de l'objectif communautaire d'ouverture du capital des sociétés de la communauté.

- La neutralisation des pouvoirs des dirigeants

Les dispositions de l'article 9 de la directive ont été transposées, mais avec réserve de réciprocité. La loi du 31 mars 2006 prévoit donc une neutralisation des pouvoirs des dirigeants, qui s'articule autour de 3 règles.

Tout d'abord, l'article L 233-32 du Code de commerce prévoit que « pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres ». Cet article reproduit les dispositions de l'article 9§2 de la directive. La justification de cette mesure, réside, comme nous l'avons évoqué plus haut, dans la méfiance à l'égard du dirigeant, qui serait naturellement enclin à sacrifier l'intérêt des actionnaires au sien. Il nous semble toutefois que cette affirmation est excessive. En effet, si les intérêts des dirigeants et des actionnaires peuvent effectivement être divergents dans certaines hypothèses, il semble toutefois excessif d'ériger ces hypothèses en principe. En outre, la protection des actionnaires, comme le fait remarquer Alain Piétrancosta, a déjà fait l'objet d'avancées significatives du fait des récents progrès de la corporate governance. Cette neutralisation des pouvoirs des dirigeants s'applique pendant la période d'offre publique, qui commence au moment la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'offre.¹¹³ La France n'a pas fait usage de la faculté d'avancer le début de l'offre au moment où l'organe d'administration ou de direction de la société a connaissance de l'imminence de l'offre.

Ensuite, la seconde règle de neutralisation est posée par l'article 233-32 II alinéa 1^{er}, qui dispose que « toute délégation d'une mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres, accordée par l'assemblée générale avant la période d'offres, est suspendue en période d'offre ». Les éventuelles délégations sont donc

¹¹³ Article 231-15 du règlement général AMF

suspendues, et devront éventuellement être renouvelées pour que le dirigeant puisse adopter des mesures en période d'offre.

La troisième règle de neutralisation est posée par le deuxième alinéa, qui ajoute que « toute décision du conseil d'administration, du conseil de surveillance, du directoire, du directeur général ou de l'un des directeurs généraux délégués, prise avant la période d'offre, qui n'est pas totalement mise en œuvre ou partiellement mise en œuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation de l'assemblée générale ». Ces deux règles complètent la précédente, et neutralisent les mesures à objet défensif adoptées préventivement. Le professeur Alain Piétrancosta fait toutefois remarquer à juste titre que ce dernier dispositif est plus étroit que ce qui était prescrit par la directive, car celle-ci concernait l'ensemble des décisions sociales antérieures.

Quels sont les changements induits par la réforme ? Sous le régime antérieur, les délégations étaient déjà suspendues en période d'offre¹¹⁴, mais la neutralisation des actes effectués en période d'offre sans délégation était toutefois, au moins en apparence, moins radicale. Si le dirigeant décidait d'accomplir des actes autres que de gestion courante, sans autorisation préalable des actionnaires, il avait pour obligation d'avertir l'AMF, qui pouvait veiller à l'information du public et faire connaître son appréciation¹¹⁵. Cette disposition, si elle semble moins péremptoire que le dispositif actuel, n'en était pas moins fortement dissuasive¹¹⁶, et la différence existant entre les textes antérieurs et le texte actuel ne devrait donc pas avoir de grandes incidences pratiques. Les dispositions de l'article 9 de la directive et leur transposition parachèvent donc plus une évolution de notre droit interne qu'ils n'effectuent une révolution. L'examen des défenses anti-OPA nous révélera en outre que le jeu de la clause de réciprocité, qui est appelé à être assez large, est susceptible de donner plus fréquemment le pouvoir aux dirigeants que sous le régime antérieur à la transposition.

- La reconnaissance corrélatrice des défenses anti-OPA mises en œuvre par l'assemblée

Cette neutralisation des pouvoirs des dirigeants a pour corollaire la reconnaissance des moyens défensifs mis en œuvre par l'assemblée. Cette reconnaissance est une reconnaissance

¹¹⁴ L225-129 du Code de commerce

¹¹⁵ Article 231-6 de l'ancien règlement général AMF

¹¹⁶ « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, Droit des sociétés n°11, novembre 2006, étude 19

de principe pour les défenses mises en œuvre « à chaud », et une reconnaissance exceptionnelle du fait du jeu de la clause de réciprocité pour les défenses à « froid ».

Concernent les défenses « à chaud », mises en œuvre en cours d'offre, la reconnaissance expresse de l'assemblée découle de l'article L 233-32 I et III. L'article L 233-32 I dispose que l'assemblée doit autoriser toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, les seules mesures pouvant être mises en œuvre par les dirigeants étant la recherche d'autres offres. La contrepartie de la neutralisation du pouvoir des dirigeants réside dans la reconnaissance de principe du pouvoir de l'assemblée. Les mêmes conséquences résultent de l'article 233-32 III alinéa 2, qui dispose quant à lui que l'assemblée doit « approuver » (quand elle ne s'est pas déjà prononcée à cet égard), ou « confirmer » (dans le cas contraire), les décisions des dirigeants non partiellement ou totalement mises en œuvre, « qui ne s'inscrivent pas dans le cours normal des activités et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre ». L'alinéa 1er rappelle aussi le pouvoir de l'assemblée, qui peut statuer sur toute délégation antérieure « d'une mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre », ce qui semble signifier en pratique que la délégation antérieure suspendue en période d'offre peut être renouvelée par l'assemblée. Des moyens défensifs peuvent donc en principe être mis en œuvre en période d'offre par l'assemblée.

Deux interrogations semblent toutefois se manifester.

Tout d'abord la question de savoir si cette légitimité de l'assemblée, qui est posée par le texte, exclut le contrôle des défenses anti-OPA sur le fondement de l'intérêt social et des principes directeurs¹¹⁷. Il ne nous semble pas que la légitimité renforcée de l'assemblée générale puisse éluder l'application des principes généraux des offres, et l'exigence de respect de l'intérêt social, pour deux raisons. Tout d'abord les principes directeurs des offres ont vocation à encadrer les offres publiques, et donc les défenses anti-OPA. Si la compétence de l'assemblée générale est érigée en principe, cela signifie que l'on souhaite remettre en ses mains la question des défenses anti-OPA. Mais cela ne signifie nullement que son action sera soustraite au contrôle du respect des principes directeurs, qui est une réglementation d'ordre public. Nous verrons plus loin, en examinant la question des bons d'offre, si les principes dégagés au cours de l'affaire Sanofi-Synthélabo ont vocation à subsister sous le nouveau régime. Ensuite, l'idée que les actionnaires puissent se soustraire à l'exigence de respect de l'intérêt social repose sur l'idée qu'ils en seraient les seuls représentants, et donc que l'intérêt social est

¹¹⁷ « Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°211, jeudi 20 avril 2006, n° lexbase N7263AK9

l'intérêt des seuls actionnaires. Une telle affirmation est sujette à discussion, et ne semble pas à notre sens, refléter la conception française de l'intérêt social. Il ne semble donc pas que les défenses mises en œuvre par l'assemblée soient soustraites au contrôle relatif au respect des principes directeurs et de l'intérêt social.

La seconde difficulté est une difficulté pratique. En effet, les possibilités de mise en œuvre de défenses anti-OPA par les assemblées durant la période d'offre semblent largement théoriques, et ce pour deux raisons. Tout d'abord, les difficultés pratiques liées à une convocation en cours d'offre sont nombreuses, notamment celles liées au délai de convocation. Ensuite, il sera rare qu'un dirigeant convoque l'assemblée pour mettre en œuvre des mesures défensives, les actionnaires étant plus enclins à laisser jouer les mécanismes de marché¹¹⁸. Ce second écueil se manifeste avec particulièrement d'acuité lorsque l'actionnariat est composé de fonds d'investissements, ce qui a pu se voir dans l'affaire Arcelor-Mittal. L'actionnariat avait fortement changé durant l'offre, et les nouveaux actionnaires exerçaient de fortes pressions en faveur du libre jeu des offres, ce qui montre bien que l'utilisation de défenses en cours d'offre par l'assemblée semble largement théorique. Il y a donc une reconnaissance de principe des défenses « à chaud », mais leur mise en œuvre s'annonce difficile d'un point de vue pratique, car le dirigeant aura quelques craintes à les proposer, et car les actionnaires ne les voteront que rarement.

Concernant les défenses « à froid », celles-ci font l'objet d'une interdiction de principe, avec une exception. Il semble que 2 cas de figure existent : Le premier s'inscrit dans le cadre de la réserve de réciprocité, et permet au dirigeant ayant reçu l'autorisation dans un délai de 18 mois maximum de mettre en œuvre des mesures de défense. Le second est une possibilité a contrario, qui se déduit du fait que les décisions non partiellement ou totalement mises en œuvre qui doivent être approuvées ou confirmées sont les décisions de tous les organes, exceptée l'assemblée. Cela signifie donc a contrario que les décisions non partiellement ou totalement mises en œuvre prises par l'assemblée ne nécessitent pas une approbation en période d'offre. Nous allons reprendre une à une ces deux possibilités.

Tout d'abord, la première résulte du jeu de l'exception de réciprocité. En effet, dans les cas dans lesquels l'initiateur serait non vertueux, et ne respecterait pas l'article 9 ou des mesures équivalentes (la procédure de contestation de l'équivalence des mesures étant confiée à l'AMF par l'article L 233-33, alinéa 1^{er} du Code de commerce), il est possible pour le

¹¹⁸ « Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°211, jeudi 20 avril 2006, n° lexbase N7263AK9

dirigeant de mettre en œuvre des mesures de défense anti-OPA décidées à froid par l'assemblée des actionnaires, si cette décision de l'assemblée a été prise moins de 18 mois auparavant. Dans quels cas la clause de réciprocité aura-t-elle vocation à jouer ? La transposition de la réserve de réciprocité a soulevé de nombreux débats¹¹⁹, la question principale étant de savoir si la clause de réciprocité avait vocation à jouer dans les cas où la société appliquait volontairement l'article 9, ou dans les cas où l'application de l'article 9 était imposée par l'Etat membre. La vision promue par la directive semble être la première, comme l'ont démontré les auteurs précités, car cette conception se retrouve dans les textes, du compromis portugais ayant abouti au système d'options et à la clause de réciprocité, jusqu'aux rapports de la commission. Seule une société ayant choisi d'appliquer ces articles en-dehors de toute contrainte légale pouvait donc en principe se prévaloir de l'exception de réciprocité. En outre, Alain Piétrancosta précise à juste titre que même si cette interprétation de la directive était erronée, l'interprétation inverse aboutirait à rendre la directive non conforme à la liberté de circulation des capitaux¹²⁰. Le législateur français a toutefois retenu une autre conception de la clause de réciprocité, et a considéré que celle-ci était applicable dans les cas où l'application de l'article 9 était imposée. Cette conception reflète une volonté manifeste d'assurer une égalité des conditions de jeu (« level playing field »), entre les entreprises communautaires et extra communautaires, mais cela n'immunise pas la loi nationale, et par conséquent les entreprises françaises, de recours dirigés par un initiateur mécontent contre la clause de réciprocité. Il pourrait en effet arguer de sa non-conformité au droit communautaire, ce qui pose la question de la sécurité procurée par notre droit. La clause de réciprocité joue donc dans une hypothèse qui ne semble pas avoir été celle envisagée par le législateur communautaire. En outre, la clause de réciprocité a été transposée dans des termes extrêmement larges, et a vocation à jouer dans de nombreuses configurations. Les règles de neutralisation ne sont pas appliquées « lorsque la société fait l'objet d'une ou plusieurs offres publiques engagées par des entités, agissant seules ou de concert au sens de l'article L 233-10, dont l'une au moins n'applique pas ces dispositions ou des mesures équivalentes ou qui sont respectivement contrôlées, au sens du II ou III de l'article 233-16 par des entités dont l'une au moins n'applique pas ces dispositions ou des mesures équivalentes ». L'exemption est donc conçue de manière large. L'emploi du terme « entités » appréhende toutes personnes y

¹¹⁹ « Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité » », Anne Maréchal, Alain Piétrancosta, Bulletin Joly Bourse, 01 novembre 2005, n°6, p 797

¹²⁰ « Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°211, jeudi 20 avril 2006, n° lexbase N7263AK9

compris physiques, et toutes structures dotées ou non de la personnalité morale. L'action de concert est prise en compte, et les sociétés contrôlant exclusivement ou conjointement l'initiateur sont aussi soumises à la clause de réciprocité. Les initiateurs extra communautaires sont implicitement inclus dans la mesure où l'article fait références aux « mesures équivalentes ». Dans les cas de pluralité d'initiateurs, l'alignement se fait sur l'initiateur le moins vertueux afin d'éviter les phénomènes de « passager clandestin », ce qui signifie en pratique que si un seul initiateur n'applique pas l'article 9, la cible n'aura pas à appliquer l'article 9, et ce à l'égard de tous les initiateurs. Cependant, les règles de neutralisation ne sont pas applicables lorsque l'un des initiateurs agit de concert avec la cible, afin d'éviter que le dispositif ne soit manipulé par celle-ci. La clause de réciprocité a donc vocation à jouer de façon extrêmement large, ce qui prive d'une grande partie de sa portée le principe de neutralisation des pouvoirs des dirigeants vu plus haut. La conformité de notre droit au droit communautaire peut s'en trouver fragilisée, car les termes de la loi du 31 mars 2006 s'éloignent sensiblement de ceux de la directive afin d'élargir au maximum le champ de l'exception. Dans les cas, qui s'annoncent nombreux, où jouera la clause de réciprocité, le dirigeant pourra mettre en œuvre des défenses anti-OPA en cours d'offre, à condition que l'autorisation de l'assemblée ait été donnée dans les 18 derniers mois. Il nous semble important de relever que le pouvoir des dirigeants sera donc reconnu en certaines occurrence en cours d'offre, du fait du jeu de la clause de réciprocité, et qu'une telle situation était plus rare sous le régime antérieur. En effet, celui-ci prescrivait l'information de l'AMF¹²¹, ce qui constituait, comme nous l'avons présenté plus haut, une mesure hautement dissuasive. Le dirigeant se voit donc reconnaître une possibilité d'action dans certaines hypothèses, ce qui constitue à notre sens un recul par rapport au droit antérieur.

La deuxième possibilité de défense à froid résulte de l'interprétation a contrario de l'article requérant l'approbation ou la confirmation des décisions non partiellement ou totalement mises en œuvres, qui ne concerne pas l'assemblée générale, car celle-ci est absente de l'énumération opérée par l'article. L'assemblée générale des actionnaires a donc toute latitude pour décider de mesures de défenses « à froid », si ces mesures sont autonomes, ou sont mises en œuvre par une personne autre que le dirigeant (celui-ci tombant sous le coup de la neutralisation de l'article 9 si la clause de réciprocité ne joue pas).

La transposition de l'article 9 permet donc le jeu de deux types de défenses, les défenses « à froid », et les défenses « à chaud ». La transposition opérée par la France et le recours étendu

¹²¹ Article 231-6 de l'ancien règlement général AMF

à la clause de réciprocité montrent bien qu'elle a entendu limiter la neutralisation des pouvoirs des dirigeants. La transposition de l'article 9 est en fin de compte une transposition en trompe-l'oeil, car elle peine à consolider des solutions déjà existantes dans notre droit des offres publiques, et fait la part belle à la clause de réciprocité, qui permettrait déjà, selon un éminent auteur, de faire échapper 25 des 40 sociétés du CAC au jeu de l'article 9¹²²...

- L'introduction en droit interne des « bons d'offres »

Une nouveauté de la loi du 31 mars 2006, qui a été ajoutée indépendamment de la transposition de la directive, semble confirmer que le droit postérieur à la directive est plus favorable à la cible qu'il ne l'était auparavant. Cette nouveauté consiste en l'introduction en droit français du mécanisme des « bons d'offre », ou « bons dilutifs », qui constitue moyennant certains aménagements, une introduction du mécanisme américain des « shareholders rights plans ». Ces bons d'offre ont pour objet d'obliger l'initiateur à négocier les conditions de son offre publique avec les dirigeants de la société visée, par la menace d'une dilution considérable de sa participation financière et politique. Certaines modalités d'utilisation sont toutefois différentes, dans la mesure où contrairement au mécanisme américain, les bons d'offres relèvent de la compétence de l'assemblée générale, et pas du conseil d'administration, et qu'ils ne correspondent pas à une émission immédiate destinées à certains actionnaires en particulier¹²³. Même si aucun dispositif n'interdisait expressément ce type de défense, sa reconnaissance expresse n'en est pas moins utile, car elle procure une plus grande sécurité, un avantage non négligeable concernant les défenses anti-OPA.

L'article L 233-32 II du Code de commerce dispose que l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'une société, statuant dans les conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires, peut « décider l'émission de bons permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de ladite société, et leur attribution gratuite à tous les actionnaires de cette société avant l'expiration de l'offre publique ». Un certain nombre de garde-fous sont énumérés lorsque l'émission est déléguée au directoire ou au conseil d'administration. L'assemblée générale doit fixer le montant maximum de l'augmentation de capital et le nombre maximum de bons pouvant être émis. Elle peut aussi fixer des conditions

¹²² « Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006 », Hervé le Nabasque, *Revue des sociétés* 2006, p 237

¹²³ « Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises », Alain Piétrancosta, *Lexbase Hebdo* n°211, jeudi 20 avril 2006, n° lexbase N7263AK9

pour le conseil d'administration ou le directoire relatives à l'obligation ou à l'interdiction pour le conseil d'administration ou le directoire de procéder à l'émission, d'y surseoir ou d'y renoncer. Une liste de conditions destinées à encadrer l'action du conseil d'administration ou du directoire est énoncée par le dernier alinéa du paragraphe, notamment l'obligation pour la société visée de porter à la connaissance du public, avant la clôture, son intention d'émettre les bons. Cette annonce permet d'éviter de surprendre excessivement l'initiateur éconduit et lui fournit un juste motif de retrait de son offre. La société visée a aussi l'obligation de fixer les conditions d'exercice des bons en référence aux termes de l'offre ou de toute offre concurrence éventuelle, ainsi que les autres caractéristiques de ces bons, dont le prix d'exercice ou les modalités de détermination de ce prix. Le texte précise aussi que les bons seront frappés d'une caducité de plein droit en cas d'échec, de caducité, ou de retrait de l'offre, ou de toute offre concurrente éventuelle.

Les bons d'offre offrent de nombreuses possibilités¹²⁴, en permettant de renforcer la position de négociation de la cible vis-à-vis de l'initiateur et de susciter les surenchères, voire de rechercher un chevalier blanc. Les bons d'offre fonctionnent en effet selon le principe de l'arme nucléaire, et visent à dissuader l'initiateur de passer en force, car il pourrait subir postérieurement à l'acquisition une forte dilution de sa participation.

Un certain nombre d'incertitudes demeurent toutefois quant à leur utilisation, que nous regrouperons en trois catégories.

Tout d'abord, les difficultés d'adoption de la résolution conférant aux dirigeants le pouvoir de procéder à l'émission. En effet, dans les sociétés au capital fortement dispersé, il faudra convaincre les actionnaires de l'opportunité de cette mesure.

Ensuite des incertitudes tenant au rôle des dirigeants et à leur marge de manœuvre dans l'utilisation ou le refus d'utilisation des bons. Il conviendra donc d'effectuer un contrôle suffisant du respect des exigences de loyauté et de diligence vis-à-vis des actionnaires afin de s'assurer que lors de cette prise de décision, le dirigeant ne fasse pas primer son intérêt personnel.

La troisième difficulté réside selon nous dans la question de savoir si les principes dégagés au cours de l'affaire Sanofi-Synthélabo ont vocation à subsister. L'AMF avait alors, tout en admettant la validité de principe des bons défensifs, décidé¹²⁵ que le projet de défense ne respectait pas les principes régissant les offres publiques. La première critique concernait l'aléa supporté par l'initiateur du fait des conditions de déclenchement de la défense. Un aléa

¹²⁴ « Les bons d'offre », Christophe Clerc, Bulletin Joly Bourse, 01 mai 2006, n°3, p 345

¹²⁵ Décision et information AMF n°204C0544 du 23 avril 2004

existait en effet, car la défense pouvait être utilisée dans des cas où le risque n'existait plus, ou pouvait ne pas être utilisée dans des cas où le risque existait toujours. L'aléa était donc tel que l'initiateur ne pouvait pas raisonnablement faire de prévisions, et était donc contraire au déroulement ordonné de la procédure d'offre dont l'AMF était la gardienne. D'éminents auteurs ont ainsi considéré que le bon déroulement de la procédure d'offre pouvait constituer un principe directeur des offres publiques¹²⁶. Nous considérons pour notre part qu'un tel principe, dont la formulation est extrêmement large, serait d'un maniement difficile, car tous les principes directeurs reconnus ont pour objectif d'assurer, de près ou de loin, le bon déroulement de la procédure d'offre. En outre, les autres principes directeurs sont définis de façon suffisamment stricte pour que l'intervention de l'AMF ne génère une insupportable casuistique. Il est à craindre qu'un principe formulé si largement soit un blanc-seing donné à l'intervention de l'AMF, qui, si elle est nécessaire, n'en doit pas moins être délimitée.

La seconde critique formulée par l'AMF était relative à la possibilité de « relèvement unilatéral du prix ». Cette critique formulée par l'AMF a été remise en question par certains auteurs¹²⁷, qui considèrent à juste titre qu'un certain nombre de dispositions légales permet déjà le relèvement unilatéral du prix, par exemple l'article L 225-129 du code de Commerce autorisant les augmentations de capital en cours d'offre¹²⁸. Ils considèrent également que le principe de libre jeu des offres et de leurs surenchères n'induit pas la passivité des actionnaires de la cible, mais signifie plus simplement que les initiateurs ne doivent pas purement et simplement être exclus d'une compétition qui profite aux actionnaires. Les mécanismes défensifs ne constituent pas, pour reprendre les termes de Marie-Anne Frison Roche « une contrariété affectant un déroulement linéaire, mais un évènement qui participe essentiellement à un processus de vente qui gagne à être contradictoire »¹²⁹.

Il nous semble cependant que la formule qu'est le « relèvement unilatéral du prix » est une formule ambiguë. Au premier abord, il semble que le relèvement unilatéral de prix désigne le fait que la cible puisse influencer sur le prix en renchérissant le coût de l'opération pour l'initiateur. Les critiques précitées ont, à notre sens, démontré de façon claire qu'une telle

¹²⁶ « Les bons Plavix », Stéphane Sylvestre, Les petites affiches, 08 février 2005, n° 27, p 8

« Le prix dans les offres publiques », Jean-Jacques Daigre, Revue de droit bancaire et financier, mars-avril 2002, p 56

¹²⁷ « Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF, la licéité contestée des bons plavix », Eric Cafritz Delphine Caramelli, Mélanges AEDBF IV p 67-79

« Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes directeurs des offres », Pierre-Henri Conac, Revue des sociétés 2005, p 321

¹²⁸ « Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF, la licéité contestée des bons plavix », Eric Cafritz Delphine Caramelli, Mélanges AEDBF IV p 67-79

¹²⁹ « Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier », Marie-Anne Frison Roche, Bulletin Joly Bourse, n°69, nov-déc. 1993, p 22

conception ne saurait être maintenue et, nous considérons également qu'une telle affirmation, comprise de cette façon, aboutit à nier la possibilité d'émettre des bons défensifs. Les affirmations selon lesquelles il serait possible d'émettre des bons défensifs, mais qu'il ne serait pas possible pour la cible de prévoir les modalités d'un relèvement unilatéral de prix, se contredisent à tel point que la seconde aboutit à nier la première. Il est possible, à notre sens, de faire une deuxième interprétation de l'affirmation de l'AMF selon laquelle un « relèvement unilatéral de prix » est interdit. En effet, cette interdiction doit être articulée avec la critique relative à l'aléa pour l'initiateur. Il semble que ce que l'AMF ait contesté, c'est la possibilité pour la cible d'un relèvement unilatéral de prix « a posteriori ». En effet, l'émission de bons d'offre aurait abouti à la dilution de Synthélabo, qui aurait dû opérer une deuxième offre pour acquérir la totalité des titres. L'idée était donc que l'initiateur pouvait subir un relèvement unilatéral de prix après l'acquisition. Il nous semble que cette seconde interprétation de la position de l'AMF soit possible, la première interprétation aboutissant selon nous à nier la possibilité même de l'usage de bons d'offre.

Quelle qu'ait été la volonté de l'AMF, la critique relative au relèvement unilatéral de prix ne semble pas pouvoir survivre à la loi du 31 mars 2006. En effet, la reconnaissance expresse de la possibilité d'utilisation des bons dilutifs, ainsi que la fixation de leur régime par la loi, semblent couper court à d'éventuelles critiques futures fondées sur le relèvement unilatéral du prix. En outre, la possibilité pour l'initiateur de se retirer en cas de modifications de la consistance de la cible suffit à notre sens à désamorcer la critique tirée du manque de visibilité que lui cause l'usage des bons d'offre.

La troisième critique de l'AMF portait sur le fait que la défense ne peut être utilisée à l'égard d'un seul initiateur. Des commentateurs ont donc relevé l'émergence d'un principe « d'universalité dans la défense »¹³⁰, la question étant donc de savoir si ce principe a vocation à se maintenir sous la réglementation actuelle. Un tel principe s'avère inopportun en pratique, dans la mesure où les actionnaires doivent pouvoir décider de mettre les intentions d'un initiateur à l'épreuve en lui imposant un rehaussement du prix. L'utilisation de défenses à l'égard de tous prive la défense anti-OPA d'une grande partie de son utilité, en ce qu'elle interdit par exemple, d'utiliser une défense anti-OPA pour susciter la surenchère chez l'offrant ou ses compétiteurs, ou pour rechercher un chevalier blanc. Les avis sont partagés

¹³⁰ « Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF, la licéité contestée des bons plavix », Eric Cafritz et Delphine Caramelli, Mélanges AEDBF IV p 67-79

quant au maintien ou non de ce principe¹³¹. A l'appui de ce maintien il est possible d'invoquer la formulation de l'article L 233-32 II, qui dispose que les conditions d'exercice des bons doivent être fixées par référence « aux termes de l'offre ou de toute offre concurrente ». Cependant, cette formulation n'exclut pas de façon explicite la possibilité d'émettre des bons n'ayant vocation à jouer qu'à l'égard d'un initiateur. En outre, la formulation peut aussi être comprise comme autorisant la référence à l'offre de l'initiateur initial ou à une autre offre concurrente. La formulation vise donc probablement la référence à un initiateur quelconque (« les termes de l'offre ou de toute offre concurrente »), plutôt qu'elle n'impose de fixer les conditions d'exercice par rapport à toutes offres. Nous considérons donc pour notre part, que la loi du 31 mars 2006 n'a pas repris cette interdiction, qui n'est pas exprimée de façon explicite. Le régime des bons d'offre étant fixé par la loi, il n'appartient logiquement à l'AMF de n'intervenir que pour préciser des points qui n'ont pas été traités par la loi, ou pour en préciser les dispositions. Il serait peu logique que l'AMF ajoute des restrictions à celles prévues par les textes législatifs, aussi bien sur le plan du droit boursier, que plus généralement sur le plan du respect de la hiérarchie des normes.

Il semble donc que les solutions dégagées par l'affaire Sanofi-Synthélabo n'aient pas toutes vocations à subsister sous le régime actuel. Seul demeurera, nous semble-t-il, le contrôle opéré relativement à l'aléa, qui permet de réduire l'incertitude de l'initiateur dans les cas où les conditions de mise en œuvre ne sont pas suffisamment claires. Le mécanisme des bons d'offre est donc clarifié, et rendu plus attractif par la loi du 31 mars 2006. Ce mécanisme, combiné aux possibilités de mises en œuvre de défenses par l'assemblée, voire par le dirigeant avec l'autorisation de l'assemblée dans les cas où jouera l'exception de réciprocité, nous permet d'affirmer que le droit actuel est plus favorable aux défenses anti-OPA et à la cible que le droit antérieur à la loi du 31 mars 2006. Loin d'ouvrir le capital des sociétés françaises, la nouvelle réglementation française met de nouvelles armes à la disposition des entreprises nationales.

Nous allons maintenant envisager la transposition de l'article 11, qui est relatif à la neutralisation des défenses statutaires et extra statutaires. Les réticences de la France se manifestent ici différemment, car le législateur, au lieu de transposer totalement l'article avec une réserve de réciprocité comme pour l'article 9, n'a transposé que partiellement l'article 11.

¹³¹ Pour une réponse positive « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, *Droit des sociétés* n°11, novembre 2006, étude 19, p 8 de l'étude
Pour un avis inverse « Les bons d'offre », Alain Couret, *recueil Dalloz* 2006, n°20, p 1372-1379, p 1374

b) Une transposition partielle de l'article 11 de la directive

Nous ne reprendrons pas les dispositions de l'article 11 vues précédemment, et nous bornerons à présenter les choix de transposition suivis par la France. La loi du 31 mars 2006 n'a pas transposé l'ensemble des dispositions de l'article 11 de la directive, et ce car elle a suivi les préconisations du rapport Lepetit. Le système retenu combine deux mesures de neutralisation obligatoires et trois mesures de neutralisation optionnelles. Sont déclarées inopposables en période d'offre par l'article L 233-34 du Code de commerce « les clauses des statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé prévoyant des restrictions statutaires au transfert d'actions de la société ». La nouveauté semble limitée dans la mesure où les dispositions actuelles reprennent essentiellement l'article 231-6 de l'ancien règlement général AMF, qui prescrivait l'inopposabilité des clauses d'agrément. Le texte actuel n'en revêt pas moins une certaine importance dans la mesure où il élève l'interdiction du rang réglementaire au statut législatif, et où il est plus large que l'interdiction ancienne qui ne concernait que les clauses d'agrément. En outre, l'article L 225-125 alinéa 2 prévoit la désactivation des clauses de plafonnement durant l'assemblée générale se déroulant après la clôture de l'offre, si l'initiateur a réussi à la suite de celle-ci à obtenir plus de deux tiers du capital et des droits de vote (seuil fixé par l'article 231-43 du Règlement général AMF).

Trois mesures de neutralisation optionnelles sont également posées par la nouvelle loi. Elles concernent tout d'abord les restrictions extra statutaires au transfert d'actions. Sont aussi visées les restrictions statutaires et extra statutaires à l'exercice des droits de vote. Enfin, la troisième neutralisation optionnelle concerne aussi le cas d'une offre publique réussie. A la suite de celles-ci, peuvent être désactivées les restrictions statutaires et extra statutaires à l'exercice des droits de vote, l'exercice de droits de vote multiples, et les facultés extraordinaires de nomination et de révocation des dirigeants ou des organes d'administration. Ces différentes dispositions sont renvoyées au libre-choix des entreprises françaises, la France ayant décidé de ne pas les transposer. Il semble que de telles options seront peu utilisées, car nombreuses sont les sociétés du CAC40 qui utilisent de tels dispositifs. Celles-ci seront d'autant moins enclines à utiliser ces options qu'elles ne seront pas protégées par le jeu de la clause de réciprocité qui ne jouera pas pour l'article 11 (la France l'ayant appliqué pour l'article 9, et ayant manifesté sa faveur pour la conception juridiquement contestable qui consiste à l'appliquer dans les cas d'application obligatoire de l'article).

La France a donc souhaité accepter les dispositifs qui se rapprochaient de son droit national, et n'a pas admis toutes les neutralisations conseillées par la directive en cas d'offre réussie. La transposition de l'article 11 est donc une transposition en demi-teinte.

Comment s'expliquent les réticences françaises vis-à-vis de ces deux articles ?

Les réticences françaises à la transposition des articles 9 et 11, qui sont des dispositifs visant à maximiser l'intérêt des actionnaires, reflètent la difficile intégration en droit interne du principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire.

c) Des réticences révélant la difficile intégration en droit interne du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire

Pourquoi l'admission de la neutralisation des pouvoirs des dirigeants, la limitation corrélative des défenses anti-OPA aux défenses mises en œuvre par l'assemblée, ainsi que la désactivation des défenses statutaires et extrastatutaires, sont-elles difficilement reçues en droit français ?

Le droit français semble n'admettre qu'avec réticence le libre jeu des offres et de leurs surenchères. Comme nous l'avons évoqué plus haut, le libre jeu des offres et de leurs surenchères est un impératif distinct de la notion de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire. Le libre jeu des offres et de leurs surenchères sert logiquement, dans l'optique communautaire, l'intérêt des actionnaires. Le refus français d'une transposition nette des articles 9 et 11 manifeste-t-il un refus du libre jeu des offres et de leurs surenchères, ou plus généralement des réticences quant à l'admission du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire ? A l'appui de la première option, il est possible de considérer que le droit français ne manifeste son hostilité au libre jeu des offres et de leurs surenchères que parce qu'en certaines occurrences, l'intérêt des actionnaires peut être défendue d'une autre façon. Il nous semble utile d'insister sur cet aspect, dans la mesure où le jeu des défenses anti-OPA est souvent assimilé à des manœuvres destinées uniquement à faire échouer l'offre¹³². Les défenses anti-OPA sont aussi un instrument utile dans une négociation, qui permet de faire monter les enchères, pour le plus grand bénéfice des actionnaires. L'affaire Arcelor Mittal en est un bon exemple. En effet, si la position initiale de refus des défenses anti-OPA des actionnaires avait été suivie, ceux-ci auraient probablement cédé leur participation à un prix

¹³² « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, Droit des sociétés n°11, novembre 2006, étude 19

beaucoup plus bas. La mise en œuvre de défenses anti-OPA, dont la sanctuarisation des titres de Dofasco, et la recherche d'un chevalier blanc (le Russe Severstal) ont en effet permis un très fort relèvement du prix et des conditions d'acquisition de Mittal Steel. L'affirmation selon laquelle les défenses anti-OPA ont pour objet et pour effet d'anéantir une offre est donc, à notre sens, excessive. Les défenses anti-OPA semblent être dans la majorité des cas d'utiles instruments de négociations et de pressions sur l'initiateur, et permettent de faire monter les enchères, en refusant certaines offres en-deçà d'un certain seuil de conditions jugées acceptables par les dirigeants. Dire que les défenses anti-OPA entraînent la destruction des offres est donc partiellement vrai, car elles ne visent à détruire, dans la majorité des cas, que les offres libellées à des conditions insuffisantes, et à susciter une saine concurrence entre les initiateurs. En outre, une défense mise en œuvre de façon à détruire purement et simplement une offre, et ce dans l'intérêt personnel du dirigeant, serait susceptible d'engager la responsabilité de ce dernier. Cela ne signifie pas que les défenses anti-OPA ne doivent pas être encadrées, ni que les hypothèses de conflit d'intérêts n'existent pas. Mais elles peuvent être utilisées à des fins de défense des intérêts des actionnaires, et permettent à la société cible d'être un acteur influant sur le jeu des offres et leurs conditions. Il serait pour le moins réducteur ne les envisager que comme les instruments de dirigeants peu scrupuleux cherchant à sanctuariser le capital social. La mise en œuvre des défenses anti-OPA peut en effet constituer un moyen efficace de promouvoir les intérêts des actionnaires, même à leur corps défendant, ce qui s'est manifesté d'une façon extrêmement forte dans l'affaire Arcelor-Mittal. Ce sont ces raisons qui ont conduit Pierre Servan Schreiber et Valérie Boccard¹³³ à présenter les risques d'une transposition totale des articles 9 et 11. Le libre jeu des offres n'est pas un instrument suffisant pour promouvoir l'intérêt des actionnaires, et il est possible que la neutralisation des pouvoirs des dirigeants, destinée à éliminer les possibles conflits d'intérêts, ne se retourne contre les actionnaires.

Il nous semble que ce ne sont toutefois pas ces raisons qui expliquent les réticences du droit français face à la transposition des articles 9 et 11. En effet, le principe de libre jeu des offres et de leurs surenchères n'est pas refusé en droit français en tant que tel, et ne fait pas l'objet de réticences car le droit français proposerait des moyens différents d'assurer la protection de l'actionnaire. Si tel était le cas, un pouvoir plus important serait reconnu au profit des dirigeants, afin d'assurer dans certains cas la promotion des intérêts des actionnaires. Au-delà du libre jeu des offres, c'est donc le principe de prééminence de l'actionnaire qui semble

¹³³ « Les défenses anti-OPA malmenées par la directive du 21 avril 2004 ? », Les petites affiches, 10 novembre 2004, n°225, p 3

difficilement admis en droit français. En effet, les principes vus en I) sont pour la plupart admis en droit français, même s'ils subissent pour certains des transformations dans leurs modalités d'application (l'égalité des actionnaires). Le principe de prééminence de l'intérêt des actionnaires semble quant à lui heurter certains aspects de la tradition juridique et économique française, ce qui explique à notre sens les réticences du législateur quant à l'admission des articles 9 et 11. Le principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire signifie que les décisions prises en cours d'offre ne doivent être prises que dans l'optique de l'intérêt des actionnaires, et que les considérations tenant à l'entreprise elle-même et à son activité ne doivent pas être invoquées par le dirigeant, furent-elles justifiées, pour venir limiter les possibilités de gain des actionnaires. Ce principe heurte certains fondamentaux de notre droit, en ce qu'il exprime une conception de l'intérêt social différente de celle qui a la faveur du droit interne. Nous pensons donc que le principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire, qui semble difficilement accepté en droit interne, s'explique par les différences entre la conception communautaire et française de l'intérêt social.

B) Une réticence s'expliquant par une conception différente de la notion d'intérêt social

Il nous semble en effet que les réticences françaises vis-à-vis du principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire s'expliquent par une conception différente de l'intérêt social. Nous verrons en 1) quelles sont les principales conceptions qui ont été développées à ce sujet, et quelles sont celles qui ont la faveur du droit interne et du droit communautaire, et envisagerons les difficultés suscitées par l'application de la notion d'intérêt social en droit boursier. Nous nous essaierons ensuite à quelques propositions 2), dans une perspective comparatiste.

1) Les différentes conceptions de l'intérêt social, et les implications des choix respectifs du droit interne et du droit communautaire

Comme nous l'avons présenté plus haut, plus que le refus du libre-jeu des offres, c'est le refus du principe de prééminence de l'actionnaire qui semble se manifester à travers la transposition limitée des articles 9 et 11.

Il nous semble que les réticences françaises vis-à-vis de ce principe directeur s'expliquent par une conception différente de l'intérêt social. En effet, il résulte de l'examen des textes que la notion d'intérêt social a vocation à intervenir en matière d'offres publiques. Il est envisagé par la directive et par l'article 231-3 du Règlement général AMF, qui érige en principe la nécessité de respecter l'intérêt social des deux sociétés concernées. L'invocation fréquente de la notion d'intérêt social ne fait toutefois pas oublier les grandes incertitudes qui règnent encore aujourd'hui quant à son contenu. Nous présenterons en a) les deux grandes conceptions qui s'affrontent ainsi que les choix opérés par le droit interne et le droit communautaire, Nous verrons ensuite en b) que le débat est encore complexifié par les distorsions subies par le concept lors de son appréhension par le droit boursier.

a) Les trois conceptions de l'intérêt social et les choix des législateurs internes et communautaires.

Le débat relatif à l'intérêt social se manifestait à l'origine par deux conceptions. Ces deux grandes conceptions et les fructueux débats qu'elles ont suscités ont entraîné une troisième conception médiane, qui correspond à une volonté de compromis. Les deux courants considèrent respectivement que l'intérêt social est l'intérêt des seuls actionnaires, et que l'intérêt social doit englober les intérêts des actionnaires, mais aussi celui des salariés, et de tiers à l'entreprise qui ont intérêt à son bon fonctionnement, par exemple, les fournisseurs, l'Etat, ou même les associations de défense de l'environnement. Cette seconde théorie est dite de « l'école de l'entreprise ». Une troisième théorie, réalisant un compromis, a été développée en réaction aux excès suscités par ces deux écoles.

Avant de présenter les justifications et implications respectives de ces trois théories, et d'envisager les choix opérés par les droits interne et communautaire, nous allons d'abord présenter le contexte dans lequel a pris place le débat relatif à l'intérêt social.

C'est l'arrêt *Fruehauf*, rendu par la Cour d'appel de Paris le 22 mai 1965 qui a posé avec acuité la question de la définition de l'intérêt social. En effet, dans cette espèce, la société *Fruehauf* souhaitait conclure avec la République populaire de Chine un contrat de livraison, qui tombait sous le coup de la loi américaine interdisant les relations commerciales avec ce pays. Les juges ont procédé à la nomination d'un administrateur provisoire chargé de voter dans le sens de l'intérêt social, qui a autorisé la signature du contrat. Cet arrêt a constitué l'un des points de départ de la réflexion relative à l'intérêt social en France. Il ne faudrait toutefois pas exagérer sa portée, car dans ce cas, l'administrateur provisoire a voté dans un sens qui avantagait les actionnaires, car ceux-ci refusaient pour éviter la violation de la loi américaine, mais avaient en réalité tout intérêt que le contrat soit conclu afin de percevoir des dividendes substantiels. Toujours est-il que c'est par l'affaire *Fruehauf* que les discussions relatives à l'intérêt social ont été mises sur le devant de la scène.

Lors des discussions précédant le vote de la loi du 24 juillet 1966, une partie de la doctrine avait alors souhaité que la notion d'intérêt social soit définie. En effet, on peut constater encore aujourd'hui que de multiples références à l'intérêt social sont faites, que ce soit dans la jurisprudence relative aux abus de minorité¹³⁴ et de majorité¹³⁵, et dans les dispositions relatives à l'abus de bien sociaux¹³⁶, sans même parler des références faites à l'intérêt social

¹³⁴ Cass Com, 5 mai 1998, 96-15383, publié au bulletin

« Retour sur la définition et la sanction de l'abus de minorité (Cass Com, 5 mai 1998) », les petites affiches, 22 février 1999, n° 37, p 10 et s

¹³⁵ Cass Com 22 mai 2001, consorts Tari contre Sté d'exploitation du Château de Giscours, non publié au bulletin

¹³⁶ Article L 241-3 du Code de commerce, article 223-18 du Code de commerce

dans la définition des pouvoirs des dirigeants¹³⁷... Jean Foyer a toutefois considéré qu'il était préférable de ne pas définir cette notion, afin de conserver sa souplesse. Il craignait en effet qu'une définition aboutisse à figer le concept, alors que son utilisation dans des contextes très différents requérait une grande souplesse. Ces débats ont été remis à l'ordre du jour dans les années 90, avec l'émergence de mutations économiques, qui se sont manifestés par la montée en puissance du capitalisme actionnarial, et par le déclin relatif du capitalisme managérial¹³⁸. A la faveur de l'imprégnation du droit français par la doctrine de la « corporate governance », sous la pression d'un nouveau type d'actionnariat, mêlant petits porteurs et fonds de pensions, l'idée traditionnelle de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire a fait son retour. Le débat sur l'intérêt social a donc repris place, dans le cadre d'un débat économique plus général, et dans un contexte marqué par des délocalisations et une concurrence internationale accrue. L'opposition des intérêts au sein de l'entreprise, et l'opposition des intérêts des actionnaires à des intérêts exogènes, comme l'intérêt de l'Etat a donc entraîné une réflexion renouvelée sur la notion d'intérêt social, qui constitue, on le voit, un triple enjeu, juridique, économique, et politique. Deux conceptions s'affrontent donc, entre lesquelles il semble possible de dégager une voie médiane, qui nous semble satisfaisante.

Nous allons tout d'abord exposer la première conception de l'intérêt social. Celle-ci se relie à une conception contractuelle de la société et considère la société comme « la chose des associés ». Cette conception est la plus classique, et a pour la première fois été systématisée par Labbé en 1883, qui en se fondant sur une analyse contractuelle de la société, a affirmé pour la première fois qu'il y avait identité entre l'intérêt social et l'intérêt des actionnaires. Ce point de vue a été remis d'actualité durant les années 80, avec l'apparition de la théorie américaine de l'agence, qui considérait la société comme un nœud de contrats, et estimait que le rôle positif de l'actionnaire constituait un instrument efficace de résolution des conflits. Cette théorie a été reprise et défendue par Dominique Schmidt¹³⁹. Celui-ci s'est fondé sur les articles 1832 alinéa 1, et sur l'article 1833, qui disposent respectivement que « la société est instituée par une ou plusieurs personnes qui conviennent d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourrait en résulter », et que « toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans

¹³⁷ Article 1848 du code civil pour les sociétés civiles, article 221-4 du Code de commerce pour les sociétés en nom collectif, et article L 223-18 du Code de commerce pour les sociétés à responsabilité limitée

¹³⁸ « La boussole de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? » Antoine Pirovano, recueil Dalloz 1997, chron. p 189

¹³⁹ « De l'intérêt commun des associés », Dominique Schmidt, La semaine juridique édition entreprises, 1994, 404

l'intérêt commun des associés ». Cette conception est fondée sur une analyse contractuelle de la société. L'idée étant que les actionnaires apportent les fonds nécessaires à l'activité, ils sont économiquement, et non juridiquement propriétaires de l'entreprise. Cette conception fait de l'intérêt social l'intérêt des seuls actionnaires en insistant sur le risque pris par les actionnaires, et sur la matérialisation de ce risque par le contrat de société. Cette conception a pour résultat concret d'aboutir à l'idée selon laquelle le dirigeant doit chercher à maximiser l'intérêt de l'actionnaire. Une telle affirmation revêt une grande portée en matière d'offres publiques, car elle impliquerait que le dirigeant ne peut prendre en compte que les conditions financières de l'offre et l'opportunité que celle-ci constitue pour les actionnaires. Autrement dit, le rôle du dirigeant, y compris pendant les offres publiques, est de maximiser la valeur actionnariale, et le pouvoir doit être exercé par les assemblées, qui doivent grâce à l'application des principes de la « corporate governance » être pleinement informées et capables de contrôler l'action des dirigeants.

La deuxième conception est dite de « l'école de l'entreprise ». Elle a été théorisée de façon précoce par Berle et Means, dans un article paru en 1932, intitulé « the modern corporation and private property ». Cette théorie se base sur une conception institutionnelle de la société, et considère qu'au-delà de la signature des statuts qui matérialise le contrat entre les associés, la société constitue une institution au sein de laquelle s'expriment un certain nombre d'intérêts catégoriels qui doivent être protégés¹⁴⁰. Le point de départ de cette analyse est celui du constat d'un déséquilibre du pouvoir de décision entre actionnaires et salariés, la protection des intérêts de ceux-ci n'étant assurée que de façon individuelle par le droit social¹⁴¹. La nécessaire prise en compte de cet intérêt catégoriel conduit au dépassement de la conception contractuelle de la société. Cependant, au-delà du seul intérêt des salariés, l'intérêt social comprend l'intérêt des actionnaires, de l'Etat, des fournisseurs, des clients, des créanciers. L'idée centrale est celle d'une responsabilité sociale et environnementale de la société, conçue donc comme une institution au sein de laquelle se manifestent une multitude d'intérêts. Afin de bien comprendre cette théorie, il peut être intéressant de rappeler la définition de l'institution, qui désigne usuellement « un ensemble de règles qui organisent de façon impérative et durable un groupement de personnes autour d'un but déterminé »¹⁴². A la

¹⁴⁰ « Les fondements du droit moderne des sociétés », Jean Paillusseau, la semaine juridique édition générale, 1984, I, n° 3148

¹⁴¹ « Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ? », Jean Paillusseau, recueil Dalloz 1999, 15°, cahier, chronique

¹⁴² « Droit commercial, sociétés commerciales », Philippe Merle, précis Dalloz, p 38

suite de la création de la société, l'intérêt de l'actionnaire n'est donc qu'un des multiples intérêts devant être pris en compte. La deuxième conception a donc pour conséquence essentielle de donner davantage le pouvoir aux dirigeants, et non pas aux actionnaires, le dirigeant ayant la tâche délicate de réaliser une harmonieuse synthèse temporelle entre la légitime ambition de l'actionnaire, et les intérêts endogènes et exogènes à la société susmentionnés. Cette théorie opère une critique essentielle à l'égard de la première. L'appréhension de l'aspect institutionnel serait absente de la première théorie. C'est ainsi que certains partisans de cette théorie¹⁴³ évoquent deux niveaux de réflexion relativement à la société : une analyse « microjuridique », qui consiste en l'analyse des nœuds de contrat qui permettent l'exercice de l'activité de la société, et une analyse macrojuridique, qui appréhende l'activité de l'entreprise à travers sa responsabilité sociale. L'écueil principal de la première théorie serait révélé par le fait que le premier niveau d'analyse repose sur la notion de contrat et de propriété, et la seconde sur la notion de pouvoir. La première théorie se limiterait au premier niveau d'analyse, et n'appréhenderait pas la société en tant que structure au sein de laquelle s'expriment des intérêts reflétant sa responsabilité.

De nombreuses critiques ont toutefois été apportées à cette conception, qui, si elle dénonce un certain court termisme induit par la seule prise en compte des volontés de l'actionnariat, n'en provoque pas moins à son tour certains excès.

Une conception médiane a donc été développée¹⁴⁴, qui entend critiquer les excès des deux théories en présence. La théorie de l'entreprise présenterait ainsi l'inconvénient de se traduire très difficilement en droit des sociétés¹⁴⁵, rendant ainsi la société ingouvernable. En outre, l'intérêt des actionnaires, dont le rôle de financement est indispensable, serait noyé au sein des autres intérêts. En effet, même si la reconnaissance de la responsabilité de l'entreprise ne saurait être purement être supprimée sur l'autel d'un intérêt exclusif des actionnaires, il ne faut pas que cette responsabilité aboutisse à tuer dans l'œuf toute possibilité d'investissement par les actionnaires, qui ne risqueront pas leurs capitaux si c'est pour ensuite voir leurs revendications mises sur le même plan que l'Etat, les fournisseurs, et plus généralement les représentants des autres intérêts catégoriels sus cités. Quant à la théorie classique de l'intérêt social, assimilant l'intérêt social à l'intérêt des seuls actionnaires, elle présente l'inconvénient

¹⁴³ « L'entreprise et le droit », Jean-Philippe Robé, éditions PUF

¹⁴⁴ « L'intérêt social », J.Shapira, revue trimestrielle de droit commercial, 1971, p 970 et s
« Liberté contractuelle et sociétés (essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés), J.-P. Bertrel, revue trimestrielle de droit commercial 1996, p 595 et s

¹⁴⁵ « Stakeholders theory et droit des sociétés », François-Guy Trébulle, Bulletin Joly Sociétés, 01 janvier 2007, n°1 p 7

de déresponsabiliser la société, et de faire supporter les conséquences sociales et environnementales de son activité à la collectivité. En outre, elle serait peu efficace sur le plan économique car elle découragerait les investissements à long terme. De cette double critique a donc émergé une troisième voie, qui entend éviter les écueils de ces deux théories. Cette théorie médiane entend dépasser la conception antagoniste des rapports entre les représentants des différents intérêts catégoriels. Cette conception est celle du rapport Viénot de 1995, qui définissait l'intérêt social comme « l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de celle de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise. Le comité considère que l'action des administrateurs doit être inspirée par le seul souci de l'intérêt de la société concernée ». C'est également ce point de vue qui est partagé par l'association nationale des sociétés par actions¹⁴⁶. L'intérêt de la société ne se réduirait pas à l'intérêt des actionnaires, ni à la somme des intérêts catégoriels. Il s'agirait plutôt d'un intérêt autonome et supérieur, celui de la société lui-même, qui permet de fédérer les préoccupations et intérêts de ces différentes catégories. Cette conception a pour objet de procéder à une double conciliation. Une conciliation des différents intérêts endogènes, principalement les actionnaires et les salariés, et une conciliation des intérêts endogènes et exogènes (par exemple l'Etat), par l'internalisation de préoccupations d'intérêt général, qui sont à long terme, des conditions de développement et de performance de l'entreprise (par exemple les investissements environnementaux).

Il nous semble que cette conception transactionnelle permet de réaliser un compromis entre la volonté d'efficacité économique, et la nécessité de borner de façon suffisamment stricte l'activité des agents économiques. C'est ce qui explique que le droit français ait fait le choix d'une telle conception. Nous allons donc envisager les choix opérés par les droits français et communautaires.

Le droit français semble s'être tourné vers la conception médiane de l'intérêt social. Ce choix se manifeste doublement, à travers les choix opérés par le juge et par le législateur. Le législateur ne se prononce pas en effet pour l'une ou l'autre de ces conceptions, et semble volontairement conserver un flou qui lui permet d'appréhender de façon équilibrée les

¹⁴⁶ « L'intérêt social », Bulletin de l'ANSA, juillet-août 1999

différents intérêts en présence. Le mécanisme des conventions règlementées de l'article 225-35 du Code de commerce vise ainsi à protéger l'intérêt social, et protège aussi bien l'intérêt des salariés, que celui des créanciers et des actionnaires. Les dispositions relatives à l'abus de biens sociaux, au rôle des CAC, et à l'évaluation des apports en nature, visent aussi à la protection de l'intérêt social, au sens retenu par la conception médiane. Un éminent auteur¹⁴⁷ fait remarquer à cet égard que le développement récent de la notion de transparence a une portée qui dépasse la simple protection des actionnaires, et que l'accessibilité de l'information aux différents « stakeholders » manifeste l'intérêt qui est porté à leur intérêt par le législateur. « Tout intéressé » peut ainsi avoir communication d'un certain nombre de documents, en particulier ceux qui sont déposés au greffe du tribunal de commerce¹⁴⁸. A cette disposition générale, s'ajoutent des dispositions spécifiques assurant la protection des salariés, des créanciers, et qui s'adressent donc à chaque catégorie de « stakeholder », que nous ne reprendrons pas ici car elles débordent le cadre de notre étude. Il donne ainsi une explication systématique de différents mécanismes de droit des sociétés, dont la nomination de l'administrateur provisoire, de l'expert de gestion, de l'administrateur indépendant, qui révèlent l'appréhension croissante de la diversité des intérêts composant l'intérêt social. Il précise également que le droit commun, notamment le droit de la responsabilité, permet l'appréhension d'intérêts autres que ceux des actionnaires, même si cette appréhension doit être limitée afin de ne pas empêcher le fonctionnement normal de la société.

Le juge semble aussi se rallier à la conception mixte de la société. Il permet en effet d'invoquer l'abus de biens sociaux alors même qu'il s'agit d'une EURL¹⁴⁹, et permet aussi de l'invoquer alors même que les actionnaires auraient donné leur accord unanime¹⁵⁰. Le fondement de ces solutions est, nous semble-t-il, que l'intérêt de la société est plus large que celui des seuls actionnaires, et que par conséquent, un acte peut être contraire à l'intérêt de la société dans son ensemble, même s'il est favorable aux actionnaires. Le juge est également intervenu de façon positive, en considérant qu'une opération accordéon, même contraire à l'intérêt des minoritaires car entraînant leur dilution, peut être justifiée car elle est faite dans l'intérêt social¹⁵¹. Le juge admet également que soit mise en jeu la responsabilité des dirigeants, tout en limitant celle-ci aux cas où il commet une faute séparable de ses fonctions, afin de ne pas sanctionner le gérant pour de simples maladroites ou erreurs, mais pour des

¹⁴⁷ « Stakeholders theory et droit des sociétés », François-Guy Trébulle, Bulletin Joly Sociétés, 01 janvier 2007, n°1, p 7

¹⁴⁸ Article L 232-21 et suivants du Code de commerce

¹⁴⁹ Ch. Crim, 14 juin 1993, 92-80763, publié au bulletin

¹⁵⁰ Ch. Crim, 22 septembre 2004

¹⁵¹ Cass. Com, 18 juin 2002, 99-11999, publié au bulletin

manquements caractérisés et « incompatibles avec l'exercice normal des fonctions sociales¹⁵² ». Afin que la société reste gouvernable, il est toutefois nécessaire de limiter les possibilités d'immixtion dans la gestion, ce qui explique le fait que le juge français refuse d'accorder aux créanciers la possibilité de demander la nomination d'un administrateur provisoire¹⁵³. Il n'en demeure pas moins que l'action du juge manifeste sa faveur pour la conception médiane de l'intérêt social, car celui-ci n'est pas assimilé à celui des seuls actionnaires, et reste toutefois différent de la multitude d'intérêts catégoriels qui s'expriment au sein de la société. Cette conception, si elle semble équilibrée, ne semble toutefois pas avoir la faveur du droit communautaire.

Le droit communautaire ne semble pas explicitement adopter une conception en particulier de l'intérêt social. En effet, s'il intervient de plus en plus en droit des sociétés, il ne règlemente la plupart du temps que des aspects spécifiques de la vie des sociétés, et ne définit pas ce concept clé qu'est l'intérêt social. Toutefois, une analyse des dispositions de la directive 2004/25/CE permet clairement de déduire, à notre sens, quelle est la théorie qui a la faveur du droit communautaire. L'article 3 1° c dispose en effet 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 ». La première moitié de la phrase semble suggérer une conception mixte de l'intérêt social, la formule « dans son ensemble » pouvant signifier que l'intérêt social transcende les intérêts et revendications particulières. Toutefois, cette formule, mise en relation avec la deuxième moitié de la phrase, manifeste sans équivoque, à notre sens, que c'est la conception classique et libérale de l'intérêt social qui est adoptée par la directive, car le dirigeant ne peut pas refuser aux actionnaires la possibilité de décider des mérites de l'offre. Autrement dit, le dirigeant ne saurait prétexter du respect de l'intérêt social pour écarter une offre dont les seuls les actionnaires doivent apprécier l'opportunité. Il semble que cette interprétation soit corroborée par les dispositions de la directive. Celles-ci tendent en effet à conférer le pouvoir aux assemblées, et à faire en sorte que les actionnaires tirent profit de l'offre sans subir la confiscation d'un dirigeant qui s'abriterait derrière l'intérêt social pour éviter un changement de contrôle. Le droit communautaire semble donc clairement adopter la conception classique de l'intérêt social, ce qui est affirmé sans ambages par le rapport de la communauté

¹⁵² Cass. Com 28 avril 1998, 96-10253, publié au bulletin

¹⁵³ Cass. Com, 14 février 1989, 87-13719, publié au bulletin

européenne concernant l'Etat de la transposition de la directive¹⁵⁴, qui affirme que « le futur d'une entreprise est décidé par ceux à qui elle appartient, les actionnaires ». Cette divergence explique à notre sens les réticences du droit français vis-à-vis de l'intégration du principe de prévalence de l'intérêt de l'actionnaire. En effet, si l'intérêt social est assimilé par le droit communautaire à l'intérêt des seuls actionnaires, il est logique que les pouvoirs des assemblées soient renforcés et que les pouvoirs des dirigeants soient regardés avec suspicion. C'était précisément l'objectif de la directive 2004/25/CE. Le droit français n'a donc pas refusé le libre jeu des offres en tant que tel, et ne comptait pas opérer une protection différente de l'intérêt de l'actionnaire. En effet, comme nous l'avons vu plus haut, notre tradition juridique consacre la conception médiane de l'intérêt social. Elle est donc réticente à l'admission du principe de prévalence de l'actionnaire dans la matière sensible que constitue la réglementation des offres publiques. Le problème ne fait que se complexifier du fait de la distorsion du concept d'intérêt social par la logique du droit boursier.

b) Les distorsions subies par le concept d'intérêt social lors de son appréhension par le droit boursier

Un second problème se pose relativement à la notion d'intérêt social. En effet, la notion d'intérêt social se manifeste en droit des sociétés de façon importante, mais elle prend une coloration particulière en droit boursier, les finalités du droit boursier ne correspondant pas nécessairement à celles du droit des sociétés. Le droit boursier procède d'une logique différente, et, comme le rappelle la formule de Thierry Bonneau, « l'intérêt social, concept clef du droit contemporain des sociétés, n'est pas celui du droit boursier qui prend en considération l'intérêt du marché et la protection des opérateurs¹⁵⁵ ».

Cette dualité problématique n'apparaît toutefois que si l'on adopte une conception de l'intérêt social différente de celle qui consiste à n'y voir que l'intérêt des seuls actionnaires. En effet, si l'on adopte la conception développée par Dominique Schmidt, il n'y a que peu de divergences entre les conceptions du droit boursier et du droit des sociétés. C'est à cet égard que les répercussions des choix opérés par le droit français et le droit communautaire apparaissent avec une grande acuité.

¹⁵⁴ « Rapport sur l'état de la transposition de la directive OPA », Commission CE, 21 février 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids

¹⁵⁵ « Les offres publiques, OPA, OPE, garantie de cours, retrait » Thierry Bonneau, n° 72, éditions Efe

Le droit communautaire n'a guère de difficulté à reconnaître la prééminence de l'intérêt de l'actionnaire en droit boursier, dans la mesure où la conception qu'il retient en droit des sociétés est similaire. Le droit communautaire se caractérise donc par une grande cohérence interne, qui reflète son adhésion à une vision libérale des problématiques économiques et des offres publiques. L'intérêt social en droit des sociétés, et en droit boursier, est assimilé par le droit communautaire à l'intérêt des actionnaires. Le droit français des sociétés reconnaît quant à lui la conception mixte de l'intérêt social. Le droit français est donc victime d'une vraie dualité, car la conception de l'intérêt social telle qu'elle prévaut en droit des sociétés heurte la conception qui est dictée par la logique du droit boursier.

Alain Viandier a proposé un principe de solution¹⁵⁶, afin de concilier les deux types de conception, celle du droit des sociétés, et celle du droit boursier. L'intérêt social dans sa conception médiane serait suivi lors de l'avis émis par le dirigeant sur l'offre, car cet avis exprime l'ensemble des intérêts en présence dans la société. Ensuite, concernant les mesures de défense anti-OPA, c'est la conception du droit boursier qui reprendrait le dessus, le dirigeant ne pouvant priver les actionnaires de l'offre.

Une telle dualité n'est toutefois pas satisfaisante pour plusieurs raisons. Tout d'abord, d'un point de vue théorique, elle pose la question de la cohérence de notre droit, le concept d'intérêt social ne pouvant subsister dans sa dualité concernant les sociétés cotées. En effet, il sera difficile de déterminer quelles sont les thématiques de pur droit boursier, car l'influence de celui-ci se manifeste dans de nombreuses questions de droit des sociétés, comme la compétence des organes sociaux. Ensuite, d'un point de vue pratique, la conduite du dirigeant sera appréciée à l'aune du respect de l'intérêt social en période d'offre publique. Celui-ci sera donc placé dans une situation schizophrénique s'il doit respecter à la fois les deux types de standards. A titre d'exemple, s'il ne respecte pas l'intérêt social tel qu'il est conçu en droit boursier, qui implique une maximisation de la valeur actionnariale, mais qu'il respecte l'intérêt social dans sa définition médiane, quelle sera la position à adopter ? L'inverse est également possible, l'action sociale ut universi par le nouveau dirigeant contre l'ancien étant théoriquement possible, le reproche pouvant consister en une gestion court termiste, et contraire à l'intérêt social, au sens du droit des sociétés... Un troisième inconvénient résulte de cette encombrante dualité. En effet, les débats relatifs à l'intérêt social se manifestent avec une acuité particulière concernant les sociétés cotées. Dans ce champ précis, la confrontation

¹⁵⁶ « OPA, OPE, et autres opérations », Alain Viandier, n°338, p 64, 2006, éditions Francis Lefebvre

des différents intérêts est en effet rendue plus aigüe par la valorisation boursière, et par l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale qui est assigné aux dirigeants. Autant dire que les problématiques relatives à l'intérêt social, si elles touchent l'ensemble des sociétés, sont particulièrement importantes concernant les sociétés cotées. Le fait de désactiver la conception mixte de l'intérêt social qui est retenue en droit français des sociétés, après un simple avis du dirigeant, aboutit en réalité à évincer un principe central de notre droit des sociétés, et à le doter d'un champ d'application purement virtuel. Le concept d'intérêt social concerne surtout les sociétés d'une certaine importance, car c'est là que les conflits d'intérêt et que la notion de responsabilité prennent le plus d'importance. Considérer que la conception mixte de l'intérêt social ne s'applique pas concernant les offres publiques, aboutit à lui retirer une part essentielle de sa portée.

Le droit français a donc manifestement cherché à conserver l'originalité du concept d'intérêt social en refusant de transposer dans toute leur pureté les dispositions des articles 9 et 11. La prééminence de l'intérêt de l'actionnaire fait donc l'objet d'une réception difficile, et le droit français n'a pas entendu, à notre sens, cantonner l'application de la théorie mixte de l'intérêt social aux sociétés non cotées. Les limitations des pouvoirs des dirigeants n'ont été que partiellement acceptées, et de nouvelles armes anti-OPA ont été mises à la disposition de la cible. Les mesures de neutralisation des défenses statutaires et extra statutaires ont aussi fait l'objet d'un large refus, car les seules dispositions transposées renforcent des mécanismes déjà existants. Il nous semble que cette relative latitude laissée aux dirigeants par le biais de l'exception de réciprocité a été voulue par le législateur pour permettre la promotion de l'intérêt social, dans sa conception française. La neutralisation des pouvoirs des dirigeants n'interviendra que dans les cas où l'exception de réciprocité ne jouera pas, et dans ces cas là, il semble que la conception traditionnelle de l'intérêt social, qui est celle du droit communautaire, sera appliquée. Le large champ de l'exception nous montre toutefois que cette conception de l'intérêt social, et le principe de prééminence de l'actionnaire qui en constitue le corollaire ne sont pas admis en totalité par le droit positif. Le régime actuel pose cependant, à notre sens, un certain nombre de problèmes, c'est pourquoi nous nous essaierons, dans une perspective prospective, à quelques propositions.

2) Les enseignements du droit comparé

Le droit américain des sociétés adopte quant à lui une conception de l'intérêt social qui se relie davantage à celle de Dominique Schmidt, l'objectif du dirigeant étant de maximiser la « shareholders' value ». Le système américain de protection des actionnaires en période d'offre publique repose toutefois sur une conception différente. Plutôt que d'assurer la protection des actionnaires par le libre jeu des offres et par l'admission restreinte des défenses anti-OPA, le droit américain opte pour une admission large des pouvoirs des dirigeants, et admet une large panoplie de défenses anti-OPA. L'action du dirigeant est évaluée a posteriori par le recours à la « business judgment rule », qui permet de s'assurer qu'il s'est bien acquitté de ses devoirs vis-à-vis des actionnaires. Un tel système, est à notre sens, préférable, dans la mesure où il donne une grande latitude au dirigeant, qui peut ainsi défendre l'intérêt des actionnaires en utilisant les armes qui sont mises à sa disposition. La perspective dissuasive d'une révocation ou d'une action en responsabilité fondée sur un manquement à l'un de ses devoirs, qu'il s'agisse du « duty of care », du « duty of loyalty », ou du « duty of good faith », l'incitera à ne pas faire un usage immodéré des moyens mis à sa disposition. Le « duty of care » l'incitera à examiner la proposition avec tout le soin nécessaire, et à l'étudier de façon à déterminer si elle est intéressante pour les actionnaires. Le « duty of loyalty » lui prescrira quant à lui de ne pas faire primer son intérêt personnel sur celui des associés, et d'agir dans leur intérêt, par exemple ne pas faire primer les perspectives de renouvellement de mandat sur la possibilité de gain pour les actionnaires. Le « duty of good faith » commande quant à lui d'agir de façon à protéger les intérêts des actionnaires. Il ne recoupe pas totalement le « duty of loyalty », car il permet par exemple de couvrir les situations où le dirigeant ne préfère pas son intérêt à celui des actionnaires, mais préfère avantager un tiers.

Une telle perspective l'incitera par exemple à n'utiliser les défenses anti-OPA que pour renforcer sa position de négociation, et pas pour empêcher la prise de contrôle, sauf si les actionnaires en décident autrement. La mise en œuvre de défenses anti-OPA est en outre soumise à des conditions, celle-ci devant être raisonnable et proportionnée¹⁵⁷.

Il nous semble que ce système a fait ses preuves outre Atlantique, et qu'il présente un certain nombre d'avantages. Il est relativement souple, en ce qu'il laisse une grande latitude au dirigeant, mais un contrôle effectif pèse néanmoins sur celui-ci, contrôle qui s'effectuera a posteriori par le recours à la « business judgment rule ». Alain Piétrancosta fait toutefois

¹⁵⁷ « Unocal v Mesa », Delaware Supreme Court 1985, 493 A.2d 946

remarquer¹⁵⁸ que l'utilisation des défenses anti-OPA renchérit les coûts des prises de contrôle, ce qui peut contribuer à les dissuader, et à freiner le processus de concentration au sein de l'Union. Ce système n'a toutefois pas entraîné une raréfaction des offres publiques aux Etats-Unis, ce qui nous conduit à penser que ce risque n'est pas suffisamment significatif pour constituer un obstacle sérieux. En outre, d'un point de vue économique, la négociation relative aux prix dans les offres publiques est susceptible, dans certains cas, d'entraîner une augmentation du prix proposé par l'initiateur qui rejaillit sur le cours de bourse de la cible. La tenue des cours de bourse permet ainsi d'augmenter la qualité de la notation, et donc les facilités de financement de la cible. Le renchérissement du coût de l'acquisition est donc, dans certains cas, contrebalancé par des retombées économiques positives.

Une telle modification n'est toutefois pas susceptible d'intervenir, quand on sait le délai et les multiples péripéties qui ont accompagnées l'adoption de la directive. Toutefois, une telle réflexion gagnerait à être abordée, durant l'examen des résultats obtenus par la directive en 2011 dans le cadre du processus Lamfalussy.

Cette modification relativement aux dispositifs anti-OPA nécessiterait toutefois certains aménagements. Tout d'abord, notre conception de l'intérêt social rend difficile le contrôle a posteriori du comportement du dirigeant, sauf pour le juge à se faire l'arbitre des décisions managériales de l'entreprise. Il faudrait donc, si nous adoptions ce type de règles en matière de défense anti-OPA, ou que nous adoptions la conception traditionnelle de l'intérêt social, ce qui semble difficile au vu de l'enracinement de la conception mixte dans notre droit, ou alors admettre que le juge pourrait contrôler la conformité de la conduite du dirigeant en période d'offre à l'intérêt social entendu au sens large. L'admission complète, ou le refus d'admettre le principe de prééminence de l'intérêt de l'actionnaire, sera alors la conséquence de l'abandon ou du maintien de l'originalité de notre conception de l'intérêt social.

Ces possibilités débordent le cadre de notre propos, mais correspondent aux deux voies d'évolution de notre droit, qui, s'il est aujourd'hui dans une position intermédiaire du fait de ses réticences à l'acceptation du libéralisme communautaire, sera toutefois forcé de choisir entre le maintien de sa singularité et l'adoption des standards communautaires. L'avenir nous dira si le droit français maintiendra son originalité, ou sacrifiera sur l'autel communautaire une conception de l'intérêt social qui appréhende, à notre sens, de manière équilibrée les conflits sociaux.

¹⁵⁸ « Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°211, jeudi 20 avril 2006, n° lexbase N7263AK9

Bibliographie :

Traité et ouvrages

- « Les OPA en Europe », Viviane de Beaufort, éditions economica.
- « OPA, OPE, et autres opérations », Alain Viandier, 2006, éditions Francis Lefebvre.
- « La nouvelle microéconomie » Pierre Cahuc, Collection Repères, éditions La découverte
- « Les offres publiques, OPA, OPE, garantie de cours, retrait » Thierry Bonneau, n° 72, éditions Efe
- « Droit commercial, sociétés commerciales », Philippe Merle, précis Dalloz, p 38
- « L'entreprise et le droit », Jean-Philippe Robé, éditions PUF

Jurisprudence

- Arrêt « Sogénal », Cass.Com, 29 avril 1997, 95-15.220, publié au bulletin
- Arrêt « Orange », CA Paris 6 avril 2004 n°2003/19984
- CA Paris 5 mai 1998
- CA Paris 30 mai 2000
- CA Paris 17 décembre 2000
- CA Paris 9 avril 2002.
- CJCE, 27 septembre 1988, « Daily Mail »
- CJCE, 9 mars 1999, « Centros »
- CJCE 5 novembre 2002, « Uberseering »
- CJCE 30 septembre 2003, « Inspire Art »
- CJCE 13 décembre 2005, « Sevic Systems »
- CA Paris, 17 juin 1999, SA Paribas c/ Société Banque Nationale de Paris
- CA Paris, 27 avril 1993
- Cass. Com, 5 mai 1998, 96-15383, publié au bulletin
- Cass. Com 22 mai 2001, consorts Tari contre Sté d'exploitation du Château de Giscours, non publié au bulletin
- Cass. Com 18 avril 1961, publié au bulletin
- Ch. Crim, 14 juin 1993, 92-80763, publié au bulletin
- Ch. Crim, 22 septembre 2004
- Cass. Com, 18 juin 2002, 99-11999, publié au bulletin
- Cass. Com 28 avril 1998, 96-10253, publié au bulletin

- Cass. Com, 14 février 1989, 87-13719, publié au bulletin
- « Unocal v Mesa », Delaware Supreme Court 1985, 493 A.2d 946

Décisions des autorités de régulations

- Affaire Renault, Saviem et Berliet, rapport annuel de la COB 1977, p 90
- Décision de la COB « Cofica » 1978
- Décision de la COB « Locabail » 1978
- Décision de la COB « PUK » 1980
- Décision de la COB « Compagnie universelle d'Acétylène » 1983
- Décision de la COB « Speichim » (1987)
- Décision de la COB « Mumm » 1987
- Décision de la COB « La Carbonique » 1987
- Affaire SBP, communiqué COB, 4 mai 1999
- Décision et information AMF n°204C0544 du 23 avril 2004
- Communiqué AMF, 21 décembre 2005 : « L'AMF fait le point sur les rumeurs d'offre concernant Euronext N.V »

Rapports et instructions

- Rapport annuel de la COB 1977, p 90, Affaire Renault, Saviem et Berliet
- Rapport annuel de la COB 1990, p 154
- Commission juridique et du marché intérieur, rapports du 11 mars et du 3 septembre 2003
- « reports and accounts for the year ended », Panel on takeover and mergers,
<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>
- Rapport Lepetit, remis au Ministre de l'économie et des finances le 1^{er} juillet 2005
- « Rapport sur l'état de la transposition de la directive OPA », Commission CE, 21 février 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids
- Article 3 de l'instruction AMF n°2006-08

Articles

- « L'OPA à 100% était-elle indispensable? », Hubert de Vauplane, Les Petites Affiches, juin 1992, n°7
- « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier » Jean-François Biard, Jean-Pierre Mattout, Banque et Droit n°28, Mars-Avril 1993

- Arrêt « Orange », CA Paris 6 avril 2004 n°2003/19984, Bulletin Joly Sociétés 01 octobre 2004
- « Réflexions sur les effets de l'action de concert », Dominique Schmidt et Claude Baj, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1992, p 189
- « 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 », Frédéric Peltier, Franck Martin Laprade, Bulletin Joly Bourse, 01 septembre 2004, n°5
- « Le patriotisme économique, une réalité des deux cotés du Rhin ? » Reinhard Dammann, et Uta Volk, Recueil Dalloz 2006, n°24, p 1674
- « Les offres publiques d'acquisition en droits français et allemands après la 13^{ème} directive », Klaus J. Hopt, Recueil Dalloz 2007 n°7, p 462-464
- « Gestion des rumeurs préalables à une offre publique : de l'exemple britannique à Danone », François Basdevant, Revue Lamy Droit des affaires, 2007
- « La déclaration d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique: commentaire du dispositif de gestion des rumeurs en matière d'offre publique », Bulletin Joly Bourse, 01 janvier 2007, n°1, p 5
- « Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité » » Anne Maréchal, et Alain Piétrancosta, Bulletin Joly Bourse 01 novembre 2005 n°6, p 797
- « Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des options françaises », Alain Piétrancosta, Lexbase hebdo n° 211 du jeudi 20 avril 2006
- « Une harmonisation a minima pour la directive OPA », Bernard Geneste, Option finance n°763, 15 décembre 2003
- « Droit du commerce international », Louis d'Avout et Sylvain Bollée, Recueil Dalloz juillet-août 2007, p 2562
- « La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition » Thierry Bonneau, La semaine juridique édition générale n°17, 26 avril 2006, I 134
- « Nouveau régime pour les OPA sur Alternexet », Philippe Engel, Option finance n° 846 du 29 août 2005
- « Daily Mail », CJCE 27 septembre 1988, Revue critique de droit international privé, n°3, juillet-septembre 2003
- « Centros », CJCE 9 mars 1999, Revue critique de droit international privé, n°3, juillet-septembre 2003

- « Uberseering », CJCE 5 novembre 2002, Revue critique de droit international privé, n°3, juillet-septembre 2003
- « Inspire Art », 30 septembre 2003, Revue critique de droit international privé, n°1, janvier-mars 2004
- « Sevic Systems », CJCE 13 décembre 2005, Revue critique de droit international privé, n°3, juillet-septembre 2006
- « Le prix dans les offres publiques », Jean-Jacques Daigre, Revue de droit bancaire et financier, mars-avril 2002, p 56
- « Les Bons Plavix », Stéphane Sylvestre, Les petites affiches, 08 février 2005
- « La déclaration d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique : commentaire du dispositif de gestion des rumeurs en matière d'offre publique », Nicolas Rontchevsky, Bulletin Joly Bourse, 01 janvier 2007 n°1, p 5
- Rumeurs d'OPA: pas de troisième voie », Jean-Jacques Daigre, Journal des sociétés n°40 février 2007
- « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°235
- « Procédure pré-OPA : les leçons à tirer de la 1^{ère} application par l'AMF du principe « Déclare-toi ou tais-toi » » Option finance n°926, 2 avril 2007
- « Projet de modification du règlement général de l'AMF : vers un renouveau du droit des offres publiques d'acquisition ? », Olivier Douvreur, Carole Uzan, Bulletin Joly Bourse 01 mai 2006 n°3, p 275
- « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », Alain Piétrancosta, Lexbase Hebdo n°235, n° Lexbase, N4877AL9
- « Les droits des minoritaires et les offres publiques », Dominique Schmidt, Recueil Dalloz Sirey 2007 n°27, p 1887-1892
- « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, revue droit des sociétés n°11, novembre 2006, étude 19
- « Les bons d'offre », Alain Couret, recueil Dalloz 2006, n°20, p 1372-1379
- « Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés » Hervé le Nabasque, Revue trimestrielle de droit commercial 1999, p 273
- CA Paris, 27 avril 1993, La semaine juridique édition entreprises n°25, p 160
- « Les offres publiques obligatoires », Thierry Bonneau, Nicolas Rontchevsky, Bulletin Joly Bourse, 01 janvier 1999, n°1, p 30

- « Les limitations du droit de vote à la lumière du droit communautaire », Renée Kaddouch, Lexbase Hebdo n°178, jeudi 28 juillet 2005, n° Lexbase N°7010AIH
- « Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006 », Hervé le Nabasque, Revue des sociétés 2006, p 237
- « Les bons d'offre », Christophe Clerc, Bulletin Joly Bourse, 01 mai 2006, n°3, p 345
- « Le prix dans les offres publiques », Jean-Jacques Daigre, Revue de droit bancaire et financier, mars-avril 2002, p 56
- « Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF, la licéité contestée des bons plavix », Eric Cafritz Delphine Caramelli, Mélanges AEDBF IV p 67-79
- « Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes directeurs des offres », Pierre-Henri Conac, Revue des sociétés 2005, p 321
- « Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier », Marie-Anne Frison Roche, Bulletin Joly Bourse, n°69, nov-déc. 1993, p 22
- « Les défenses anti-OPA malmenées par la directive du 21 avril 2004 ? », Les petites affiches, 10 novembre 2004, n°225, p 3
- « Retour sur la définition et la sanction de l'abus de minorité (Cass Com, 5 mai 1998) », les petites affiches, 22 février 1999, n° 37, p 10 et s
- « La boussole de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise ? » Antoine Pirovano, recueil Dalloz 1997, chron. p 189
- « De l'intérêt commun des associés », Dominique Schmidt, La semaine juridique édition entreprises, 1994, 404
- « Les fondements du droit moderne des sociétés », Jean Paillusseau, la semaine juridique édition générale, 1984, I, n° 3148
- « Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ? », Jean Paillusseau, recueil Dalloz 1999, 15°, cahier, chronique
- « L'intérêt social », J.Shapira, revue trimestrielle de droit commercial, 1971, p 970
- « Liberté contractuelle et sociétés (essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés) », J.-P. Bertrel, revue trimestrielle de droit commercial 1996, p 595 et s
- « Stakeholders theory et droit des sociétés », François-Guy Trébulle, Bulletin Joly Sociétés, 1^{er} janvier 2007, n°1, p 7
- « L'intérêt social », Bulletin de l'ANSA, juillet-août 1999