

## **Qu'advient-il de l'harmonisation européenne du droit relatif aux offres publiques d'acquisition ? Raisons du statu quo et perspectives d'avenir.**

Mémoire réalisé par  
**Louis du Roy de Blicquy**

Promoteur  
**Henri Culot**

Année académique 2015-2016  
**Master en droit**



Le plagiat entraîne l'application des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens de l'UCL.

Il y a lieu d'entendre par « plagiat », l'utilisation des idées et énonciations d'un tiers, fussent-elles paraphrasées et quelle qu'en soit l'ampleur, sans que leur source ne soit mentionnée explicitement et distinctement à l'endroit exact de l'utilisation.

La reproduction littérale du passage d'une oeuvre, même non soumise à droit d'auteur, requiert que l'extrait soit placé entre guillemets et que la citation soit immédiatement suivie de la référence exacte à la source consultée.\*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une oeuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette oeuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

\* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

*Au seuil de ce mémoire, je tiens à remercier toutes les personnes qui, de près ou de loin, ont contribué à son aboutissement et particulièrement mon promoteur, Henri Culot, pour l'aide et le temps qu'il a consacrés à son élaboration.*

## **Abstract**

L'enjeu que représente une réglementation européenne en matière d'offres publiques d'acquisition est important étant donné que les OPA participent à la libre circulation des capitaux dans l'Union européenne et constituent une source de nouvelles richesses. Mais la diversité des systèmes juridiques, des pratiques et des idéologies politiques donne du fil à retordre à la Commission européenne. Les principes de passivité du conseil d'administration et de neutralisation des restrictions à la cessibilité des titres et au droit de vote retenus dans la directive OPA sont loin de faire l'unanimité. Opposés à l'idée d'ouvrir complètement les marchés aux sociétés étrangères, en particulier les américaines, les États membres préférèrent conserver une certaine autonomie en rendant facultative l'application de ces principes. Qu'en est-il actuellement ? Une révision serait-elle la bienvenue dans les années à venir ? Après avoir constaté que la situation globale au sein de l'Union semblait être relativement bien équilibrée étant donné que les États présentent des solutions n'ayant pas pour effet de bloquer outre mesure la réalisation des OPA, nous nous sommes tournés vers l'avenir et avons dégagé des pistes de réflexion pour une harmonisation quelque peu différente de celle de la Commission. L'amélioration de la transparence est la première clé pour instaurer un marché européen intégré. La deuxième clé consiste en la limitation des problèmes d'agence survenant non seulement entre les dirigeants et les actionnaires, mais également entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. Ensuite, il s'agirait de penser à un principe de neutralisation des restrictions qui soit plus flexible, prenant en compte les remarques des États membres.

## Table des matières

|                                                                                            |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Introduction.....                                                                          | 9  |
| Chapitre 1. Mise en contexte : la directive 2004/25/CE.....                                | 11 |
| Section 1. Les objectifs de la Commission européenne .....                                 | 11 |
| Section 2. Un compromis.....                                                               | 12 |
| Section 3. L'exemple du droit belge.....                                                   | 15 |
| § 1. La loi du 1 <sup>er</sup> avril 2007 et son arrêté d'exécution du 27 avril 2007 ..... | 16 |
| § 2. Le code des sociétés .....                                                            | 19 |
| § 3. Pouvoirs de contrôle de la FSMA.....                                                  | 21 |
| § 4. Conclusion.....                                                                       | 22 |
| Section 4. État des lieux dans l'Union européenne .....                                    | 23 |
| § 1. Transposition du principe de passivité .....                                          | 23 |
| § 2. Transposition du principe de neutralisation des restrictions .....                    | 24 |
| § 3. Application de la directive.....                                                      | 25 |
| § 4. Synthèse.....                                                                         | 27 |
| Section 5. Conclusion .....                                                                | 27 |
| Chapitre 2. Les impacts concrets des OPA.....                                              | 31 |
| Section 1. Les vertus attribuées aux offres publiques d'acquisition .....                  | 32 |
| § 1. Prime d'acquisition financièrement intéressante .....                                 | 32 |
| § 2. Créatrices de richesse pour les entreprises .....                                     | 33 |
| § 3. Effet de discipline sur le comportement des dirigeants .....                          | 34 |
| Section 2. Les inconvénients des offres publiques d'acquisition.....                       | 34 |
| § 1. Manque de préparation.....                                                            | 35 |
| § 2. Motivations purement spéculatives de l'acquéreur.....                                 | 37 |
| Section 3. Inconvénients d'un régime qui favorise les mesures de défense .....             | 38 |
| § 1. Inconvénients liés à l'intervention du conseil d'administration.....                  | 38 |
| § 2. Inconvénients liés à l'usage des mesures de défense en général .....                  | 40 |
| Section 4. Conclusion : un équilibre à rechercher.....                                     | 41 |
| Chapitre 3. Analyse comparée des régimes relatifs aux mesures de défense .....             | 43 |
| Section 1. Nécessité d'une analyse diversifiée.....                                        | 43 |
| Section 2. Royaume-Uni.....                                                                | 43 |
| § 1. Le City Code on Takeovers and Mergers.....                                            | 44 |
| § 2. Le régime des moyens de défense anti-OPA.....                                         | 44 |
| § 3. L'affaire Cadbury : évolutions.....                                                   | 46 |

|                                                                                               |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Section 3. France .....                                                                       | 49 |
| § 1. Le régime des moyens de défense anti-OPA.....                                            | 49 |
| § 2. La loi « Florange » du 29 mars 2014 : un virage à 180 degrés .....                       | 51 |
| § 3. Un non-évènement ? .....                                                                 | 53 |
| Section 4. Allemagne.....                                                                     | 54 |
| § 1. Un État protégé des OPA hostiles.....                                                    | 54 |
| § 2. Réglementation .....                                                                     | 55 |
| Section 5. Etats-Unis .....                                                                   | 57 |
| § 1. Les U.S.A., un État fédéral.....                                                         | 58 |
| § 2. Régime des mesures de défense anti-OPA du Delaware .....                                 | 59 |
| Section 6. Conclusion .....                                                                   | 62 |
| Chapitre 4. Un statu quo, mais des perspectives d’avenir .....                                | 65 |
| Section 1. Un principe de neutralisation des restrictions trop rigide.....                    | 66 |
| Section 2. La transparence : une condition nécessaire à l’égalité des conditions de jeu ..... | 67 |
| § 1. Information des actionnaires .....                                                       | 67 |
| § 2. Information du marché .....                                                              | 68 |
| § 3. Rôle de l’autorité de contrôle .....                                                     | 69 |
| Section 3. Passivité du conseil d’administration ou des actionnaires majoritaires ?.....      | 70 |
| Conclusions générales .....                                                                   | 73 |
| Bibliographie.....                                                                            | 75 |



## Introduction

Si la fondation d'une société par des entrepreneurs ambitieux donne vie à une nouvelle entreprise, le lancement d'une offre publique d'acquisition hostile la met en état de coma artificiel qui durera jusqu'à ce que l'offre échoue ou réussisse. L'actualité est d'ailleurs là pour rappeler à quel point une OPA hostile peut prendre des allures de tragédie. Malgré l'opposition féroce dont ils ont fait preuve, les fondateurs de la société de jeux vidéo pour mobiles Gameloft, Michel Guillemot et son frère Yves, ont dû s'incliner face à l'OPA du géant français de la communication Vivendi<sup>1</sup>. L'issue du combat peut paraître cruelle, mais l'acquisition d'entreprises participe pourtant à la dynamique des marchés.

Étant donné la dimension économique que représente le marché des fusions-acquisitions, la Commission européenne amorça il y déjà plus de vingt ans l'harmonisation de la réglementation des offres publiques d'acquisition. L'objectif était simple, mais ambitieux : établir des conditions de jeu équitables et égales pour toutes les sociétés cotées. Dans cette optique, la Commission voyait dans l'interdiction des moyens de défense anti-OPA un moyen efficace pour parvenir à cet objectif qui s'inscrit dans la droite ligne du principe de la libre circulation des capitaux. Cette vision ne fait cependant pas l'unanimité au sein de l'Union. La directive 2004/25/CE relative aux offres publiques d'acquisition (ci-après « directive OPA »), fruit d'âpres et longues discussions, reflète bien dans ses dispositions traitant des mesures de défense cette difficulté de rencontrer la volonté de pays présentant des différences culturelles et économiques. Comment convaincre les États membres que le sacrifice de leurs sociétés cotées profitera à tout le monde ? Dans quelle mesure ceux-ci appliquent-ils les principes retenus par la Commission et comment pourrait-on moderniser la réglementation des OPA ? Autant de questions qui méritent des réponses de la part des acteurs de l'Union, car malgré les difficultés, les États se sont engagés à s'unir dans la diversité.

Dans un premier temps, nous dresserons les circonstances qui ont entouré l'adoption des dispositions de la directive OPA relatives aux mesures de défense. À cette fin, nous passerons brièvement en revue l'historique de l'adoption de la directive lors de laquelle se sont affrontées les volontés de la Commission européenne et celles des États membres. Nous prendrons ensuite le temps d'exposer le régime belge des moyens de défense dans l'objectif de démontrer la mentalité des États membres envers une réglementation des OPA. Nous verrons à cette occasion que le sentiment de désintérêt de la Belgique envers les principes

---

<sup>1</sup> Voy. à ce sujet différents articles de presse : <http://www.lesechos.fr/tech-medias/hightech/021973581945-vivendi-sort-vainqueur-de-son-opa-hostile-sur-gameloft-2002244.php> ; <http://www.clubic.com/pro/actualite-e-business/actualite-807674-opa-bollore-gameloft-10-lecons.html> ; <http://www.francesoir.fr/tendances-eco-france/vivendi-lance-une-opa-hostile-sur-gameloft-proprete-des-guillemot-et-veut>.

relatifs aux mesures de défense est tempéré par le régime interne. Enfin, nous terminerons par un état de la transposition et de l'application de ces principes dans la législation des États membres.

Dans un second temps, nous nous pencherons sur les conséquences économiques des offres publiques d'acquisition, ainsi que ceux de l'usage des moyens de défense. D'emblée, il convient de noter que les avantages et inconvénients que nous exposerons ne doivent pas être pris comme relevant d'une science exacte. Non seulement il n'est pas question ici de procéder à une étude purement économique de la question, mais de plus, il est difficile de dégager un enseignement général qui vaudrait pour toutes les OPA, tant les circonstances varient d'un cas à l'autre. Cependant, la doctrine juridique et économique s'accordent pour reconnaître certains impacts souvent rencontrés lors de ce genre d'opération en terme de création, ou à l'inverse de destruction, de valeur. Ces différents facteurs mis ensemble expliquent pourquoi il est difficile, voire hasardeux, de faire le choix d'un régime en faveur ou en défaveur des OPA.

Ensuite, nous nous exercerons à une analyse comparée en exposant les choix faits par le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et les États-Unis en matière de défense anti-OPA, pays économiquement influents sur la scène européenne et mondiale. Ce chapitre est destiné à rendre compte de la situation globale du droit relatif aux offres publiques d'acquisition et de déterminer si, en définitive, la Commission peut continuer à se satisfaire d'un Marché intérieur caractérisé par les différents choix adoptés par les États membres au regard de son objectif d'établissement de conditions de jeu équitables et égales.

Enfin, nous dresserons une synthèse des différents points sujets à réflexion et nous essayerons de dégager certaines pistes qui pourraient être envisagées dans un futur où le droit européen est amené à se moderniser sans cesse.

# Chapitre 1. Mise en contexte : la directive 2004/25/CE

## Section 1. Les objectifs de la Commission européenne

Avant de parvenir à l'adoption de la directive 2004/25/CE en 2004, la Commission eut bien du mal à mettre d'accord tous les États membres, présentant pas moins de cinq propositions et modifications de directives entre 1989 et 2002 au Conseil et au Parlement<sup>2</sup>. Les objectifs de la Commission européenne n'ont pas pour autant changé durant ce long processus d'adoption. Globalement, le but était de faire de l'Union européenne « l'économie la plus compétitive au monde d'ici à 2010 » conformément à la volonté des chefs d'État réunis en Conseil à Lisbonne en mars 2000<sup>3</sup>. Afin d'y parvenir, il était nécessaire d'harmoniser la réglementation des offres publiques d'acquisition sur les titres des sociétés dont tout ou partie des titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé.

Cette harmonisation passe par la réalisation de quatre objectifs. Il s'agit « d'assurer la sécurité juridique lors de la conduite des offres publiques d'acquisition et la clarté et la transparence à l'échelle européenne en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition ; protéger les intérêts des actionnaires, notamment des actionnaires minoritaires, du personnel et des autres parties prenantes par la transparence et les droits d'information, lorsqu'une société fait l'objet d'une offre publique d'acquisition ou d'un changement de contrôle ; faciliter les offres publiques d'acquisition par le renforcement de la liberté de négociation des titres des sociétés et de la liberté d'exercice du droit de vote sur ces derniers et par la prévention des opérations susceptibles de faire échouer une offre ; renforcer le marché unique, en permettant la libre circulation des capitaux dans l'ensemble de l'UE »<sup>4</sup>. Selon la Commission, ces quatre points sont cruciaux afin d'établir des conditions de jeu équitables et égales à toutes les sociétés cotées au niveau européen (un « level playing field ») et ainsi, accroître l'efficacité du marché unique.

Si l'idée d'une Union européenne ultra-compétitive n'est pas sans déplaire aux États membres, ceux-ci ne sont toutefois pas entièrement d'accords avec les principes retenus par la Commission. En particulier, l'application des principes de passivité du conseil d'administration et de neutralisation des restrictions à la cessibilité des titres et à l'exercice du

---

<sup>2</sup> Pour une description du processus d'élaboration de la directive OPA voy. J.-M. NELISSEN GRADE, « De dertiende richtlijn betreffende het openbaar overnamebod », *T.R.V.*, 2006, pp. 104-128.

<sup>3</sup> F. BOLKENSTEIN, « Communiqué de presse : Droit des sociétés: La Commission accueille favorablement le rapport du groupe d'experts sur les offres publiques d'acquisition », Bruxelles, 10 janvier 2002, disponible sur [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-02-24\\_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-02-24_fr.htm?locale=fr).

<sup>4</sup> Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions, Bruxelles, 28 juin 2012.

droit de vote durant la procédure d'offre publique d'acquisition est loin de faire l'unanimité. Selon le principe de passivité, l'organe d'administration ou de direction de la société visée par l'offre ne peut plus prendre aucune mesure susceptible de faire échouer l'offre dès que celle-ci est lancée, sauf à obtenir l'autorisation de l'assemblée générale<sup>5</sup>. Quant au principe de neutralisation des restrictions, d'une part il rend inopposables envers l'offrant les restrictions statutaires ou conventionnelles au transfert des titres, d'autre part, il rend sans effet les restrictions statutaires ou conventionnelles au droit vote des actionnaires lors de l'assemblée générale qui arrête les mesures de défense<sup>6</sup>. Des pays parmi les plus influents tels que l'Allemagne, la France ou encore le Royaume-Uni firent pression pour que la Commission prenne en compte leurs revendications concernant ces principes<sup>7</sup>.

C'est ainsi que, le 4 juillet 2001, la moitié des représentants des États membres au Parlement européen (273 voix contre, 273 voix pour) rejetèrent une proposition de directive de la Commission. Trois raisons ont guidé ce rejet : « (1) le rejet du principe selon lequel les dirigeants d'une société visée doivent, pour adopter des mesures de défense contre une offre, obtenir d'abord l'autorisation des actionnaires après le lancement de cette offre, et cela tant qu'il n'existe pas de « level playing field » pour les sociétés européennes face aux offres publiques d'acquisition ; (2) le regret de l'insuffisance de protection prévue dans cette directive pour les employés des sociétés impliquées dans une offre publique d'acquisition ; (3) le manque de « level playing field » avec les Etats-Unis résultant de la proposition »<sup>8</sup>. La majorité requise pour l'adoption du texte n'ayant pas été atteinte, la Commission fut priée de proposer un nouveau texte qui prend en compte les raisons du rejet.

Il est clair que l'obstacle principal rencontré par la Commission était, et continue à être, davantage d'ordre politique qu'économique<sup>9</sup>. Il semble en effet difficile pour certains gouvernements d'accepter la position très libérale adoptée par la Commission, au détriment des valeurs auxquelles ils sont depuis longtemps attachés<sup>10</sup>.

## Section 2. Un compromis

---

<sup>5</sup> Art. 9, § 2, directive 2004/25/CE.

<sup>6</sup> Art. 11, §§2 et 3, directive 2004/25/CE.

<sup>7</sup> W. MAGNUSON, « Takeover regulation in United States and Europe : an institutional approach », *Pace International Law Review*, vol. 21, Issue 1, 2009, pp. 229-230.

<sup>8</sup> Commission des Communautés européennes, « Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », Bruxelles, 2 octobre 2002, p. 2.

<sup>9</sup> M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition – (Première partie) », *D.B.F.-B.F.R.*, vol. 4, Bruxelles, Larcier, 2007, p. 274.

<sup>10</sup> B. VAN DEN HOVE, « Les offres publiques d'acquisition et de retrait en Belgique. Aspects théoriques et pratiques », *G.U.J.E. Traité théorique et pratique*, Bruxelles, Kluwer, 2e éd., 2008, Titre IV, liv. 50, p. 74.

Pour comprendre quelle voie elle devait suivre, la Commission chargea un groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, présidé par le néerlandais Jaap Winter (ci-après « le Groupe »), de rédiger un rapport émettant un « avis indépendant sur l'adoption de règles paneuropéennes relatives aux offres publiques d'acquisition »<sup>11</sup>. Le point le plus polémique à traiter fut la question de savoir « comment créer, dans l'ensemble de l'Union, des conditions garantissant l'égalité de traitement de tous les actionnaires en cas d'OPA », le fameux *level playing field*<sup>12</sup>.

D'une part, le Groupe recommanda de laisser à l'assemblée générale de la société cible la pleine souveraineté de l'opération sous peine de subir les conséquences d'un conflit d'intérêts dans le chef des dirigeants<sup>13</sup>.

D'autre part, il recommanda que la réglementation des OPA repose sur le principe de proportionnalité entre le capital supportant le risque ultime et le contrôle<sup>14</sup>. En d'autres termes, cela signifie que « seules les parts du capital social conférant au détenteur un droit illimité sur les bénéfices de la société ou sur sa valeur nette de liquidation doivent normalement lui conférer un droit de contrôle proportionnel au risque assumé »<sup>15</sup>. À l'inverse, les droits disproportionnés accordés à certains actionnaires, sous-entendu les restrictions à la libre cessibilité des titres et au droit de vote, « ne doivent pas permettre de bloquer une OPA »<sup>16</sup>. En conséquence, le Groupe recommanda de rendre inapplicables envers l'offrant les mécanismes de nature à faire échouer l'offre dès lors que celle-ci est déjà suffisamment réussie, c'est-à-dire dès que l'offrant a acquis une part significative du capital supportant le risque ultime de la société (le seuil ne devant pas dépasser 75% selon le groupe)<sup>17</sup>. En ce qui concerne les mécanismes susceptibles de faire échouer l'offre avant qu'elle ne soit suffisamment réussie, le Groupe ne s'étendit pas outre mesure. Selon lui, « certains types d'obstacles aux OPA inhérents aux sociétés doivent rester en dehors du champ d'application de la neutralisation », ajoutant toutefois que « cela ne signifie pas pour autant que ces mécanismes de défense n'appellent aucun traitement et doivent continuer d'empêcher les OPA »<sup>18</sup>.

---

<sup>11</sup> *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 1. À ne pas confondre avec un rapport subséquent du même groupe d'experts sur un thème bien plus large intitulé *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés*, *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés*, Bruxelles, 4 novembre 2002.

<sup>12</sup> *Ibid.*

<sup>13</sup> *Ibid.*, pp. 7-8.

<sup>14</sup> *Ibid.*, p. 3.

<sup>15</sup> *Ibid.*

<sup>16</sup> *Ibid.*

<sup>17</sup> *Ibid.*, pp. 7-8.

<sup>18</sup> *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 38.

Faisant suite à ce rapport, la Commission présenta une nouvelle proposition de directive qui fut encore une fois longuement discutée sur la question des moyens de défense. Finalement, la pression provenant du besoin d'une harmonisation de la réglementation des OPA sur les points autres que les moyens de défense, ainsi que la longueur du processus d'adoption, qui commençait à mettre en doute l'efficacité des institutions européennes, poussèrent à l'adoption, le 21 avril 2004, de la directive 2004/25/CE<sup>19</sup>. Cette adoption ne se paya cependant qu'au prix d'un compromis entre les partisans de l'approche de la Commission et les partisans d'un régime laissant plus de liberté à la société cible pour se défendre.

Ainsi, le principe de passivité fut consacré à l'article 9 de la directive qui prévoit l'obligation pour l'organe d'administration ou de direction de la société visée d'obtenir pendant la période d'offre « une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée »<sup>20</sup>. Le principe de neutralisation des restrictions à la libre cessibilité des titres et au droit de vote fut pour sa part consacré à l'article 11, rendant inopposables à l'offrant de telles restrictions. Toutefois, ces dispositions sont soumises à un régime facultatif prévu à l'article 12 de la directive. Le titre de cette disposition, lequel se nomme « Arrangements facultatifs », suffit à lui-même pour comprendre que ce régime est le résultat d'un compromis politique trouvé au Parlement et au Conseil européen afin de faire avancer les choses<sup>21</sup>. Fruit de ce compromis, un double jeu d'options « d'opt-out » et « d'opt-in » permet aux États membres de ne pas rendre obligatoire les principes des articles 9 et 11 (usage de la faculté d'opt-out), à condition de donner la possibilité aux sociétés cotées sur leur territoire d'insérer ces deux principes dans leurs statuts et ce de manière totalement volontaire et réversible (usage de la faculté d'opt-in)<sup>22</sup>. Signalons d'emblée que rares sont les sociétés dans l'Union

---

<sup>19</sup> Cette inquiétude est particulièrement mise en avant par le parlementaire européen Pat Cox du parti libéral démocrate dans les débats qui ont suivi le rejet de la proposition de directive le 4 juillet 2001 au Parlement, lequel invitait alors vivement la Commission à trouver au plus vite une solution, prétextant que « cette Assemblée ne peut donner l'impression qu'elle ne se préoccupe pas des fondamentaux économiques au sein de l'Union européenne », disponible sur <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=//EP//TEXT+CRE+20010704+ITEM-003+DOC+XML+V0//FR>.

<sup>20</sup> Article 9, § 2, directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>21</sup> M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *Contrôle, stabilité et structure de l'actionnariat*, sous la direction de G.-A. DAL, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 308.

<sup>22</sup> Art. 12, §§ 1 et 2, directive 2004/25/CE.

européenne à s'imposer elles-mêmes des mesures aussi contraignantes quand elles n'ont pas l'obligation légale de les respecter<sup>23</sup>.

De plus, l'article 12, § 3 de la directive donne la possibilité aux États membres de prévoir un régime de réciprocité selon lequel les sociétés qui appliquent les principes des articles 9 et/ou 11 de la directive n'y sont plus tenus dès lors qu' « elles deviennent l'objet d'une offre lancée par une société qui, quant à elle, n'applique pas ces mêmes articles ou par une société contrôlée directement ou indirectement par une telle société »<sup>24</sup>. À l'instar du double jeu d'options, cette exception de réciprocité laisse une grande marge aux États membres dans l'application des principes relatifs à l'usage de moyens de défense.

Si elle n'a pas eu tant d'effets sur certains ordres juridiques, principalement du fait du caractère facultatif du régime des articles 9 et 11, la directive OPA a au moins le mérite d'avoir fait avancer l'Union européenne en ce qui concerne la protection des actionnaires minoritaires grâce à la clarification du régime de transparence et à l'instauration des régimes de l'offre obligatoire, du retrait et du rachat obligatoire à l'échelle européenne. Pour le reste, la Commission fut invitée à présenter, « en temps utile », des propositions de révision de la directive dans l'objectif de parvenir une bonne fois pour toute à une « harmonisation équitable et équilibrée des règles en matière d'offres publiques d'acquisition dans l'Union européenne »<sup>25</sup>. La question qu'il faut donc se poser à ce stade de l'exposé consiste donc à savoir si ce « temps utile » est pour bientôt.

### Section 3. L'exemple du droit belge

Outre l'intérêt de connaître la position de l'État belge sur la question des moyens de défense anti-OPA, exposer son régime des offres publiques d'acquisition aide à comprendre l'état d'esprit dans lequel les États membres ont transposé la directive et les impacts concrets qu'elle a eu sur les différents ordres juridiques européens. Il est en effet important d'avoir à l'esprit qu'il n'existe aucun ordre juridique qui autorise ou interdit totalement l'usage des moyens de défense<sup>26</sup>. Même la Commission européenne, à qui il est reproché d'avoir une position extrême sur la question, reconnaît que certains mécanismes doivent rester en-dehors du champ d'application du principe de neutralisation des restrictions<sup>27</sup>. C'est le cas de la mise

---

<sup>23</sup> J. MEUNIER, N. DE CROMBRUGGHE, « La position de la société cible sous la législation OPA », *D.B.F.-B.F.R.*, vol. 3, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 152.

<sup>24</sup> Art. 12, § 3, directive 2004/25/CE.

<sup>25</sup> Considérant n° 29, directive 2004/25/CE.

<sup>26</sup> Si les pays baltes ont rendu obligatoires à la fois le principe de passivité et de neutralisation des restrictions, nous pouvons légitimement penser que certaines règles nationales, ainsi que les possibilités d'agencement de la structure des sociétés au sein des groupes de sociétés procurent des moyens pour se défendre contre les OPA.

<sup>27</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, p. 8 ; Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen*, au

en place de structures pyramidales ou de participations croisées qui permettent d'assurer un certain contrôle sur une société<sup>28</sup>. Il en est de même de la pratique des droits de vote double qui concèdent à certains actionnaires le contrôle d'une société en n'ayant qu'une participation minoritaire dans le capital<sup>29</sup>.

Nous commencerons dans un premier temps par une analyse des dispositions relatives aux moyens de défense dans la loi du 1<sup>er</sup> avril 2007 qui transpose la directive OPA. Dans un second temps, nous passerons en revue certaines dispositions du code des sociétés réglementant l'usage des clauses d'agrément et de préemption et les pouvoirs des dirigeants en période d'offre. Dans un souci de concision, nous n'étalerons pas l'ensemble de ces dispositions, le but étant simplement de démontrer qu'à défaut d'avoir rendu obligatoires les principes de passivité et de neutralisation des restrictions, un ordre juridique national peut disposer de règles contrastant avec ce choix.

#### *§ 1. La loi du 1<sup>er</sup> avril 2007 et son arrêté d'exécution du 27 avril 2007*

C'est avec près d'un an de retard que le législateur belge promulgua la loi du 1<sup>er</sup> avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, transposant ainsi la directive OPA<sup>30</sup>. À l'instar de certains États membres, la Belgique profita de l'option *opt-out* pour ne pas rendre obligatoirement applicables aux sociétés cotées le principe de passivité du conseil d'administration et le principe de neutralisation des restrictions, ainsi qu'il est prescrit aux articles 46 et 47 de la loi<sup>31</sup>. Comme l'écrit Marc Fyon, résumant parfaitement l'état d'esprit du législateur belge, « la complexité des dispositions retenues en définitive par le législateur européen est telle et le contenu de ces dispositions est à ce point éloigné des mentalités et des pratiques que connaît notre droit des sociétés que la loi OPA a pleinement utilisé les facultés de dérogations reconnues par la directive et que les sociétés cibles belges devraient peu chercher à insérer dans leurs statuts des mécanismes conformes à la directive OPA qui auraient pour effet de réduire leur capacité à résister à une offre hostile »<sup>32</sup>.

Malgré un régime qui autorise l'emploi de moyens de défense contraire à la volonté originale de la Commission européenne, l'État belge entend tout de même moderniser sa réglementation des OPA. La loi OPA ainsi que son arrêté d'exécution prévoient en effet un

---

*Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 28 juin 2012, p. 6.

<sup>28</sup> *Ibid.*

<sup>29</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, p. 8.

<sup>30</sup> Pour un excellent résumé de l'évolution de la législation belge des OPA, voy. A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *J.T.*, Bruxelles, Larcier, 2007, n°6277, pp. 569-583.

<sup>31</sup> Art. 46, § 1, et 47, loi du 1 avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, *M.B.* 26 avril 2007.

<sup>32</sup> M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition – (Première partie) », *op. cit.*, p. 274.

cadre clair et précis conforme aux principes de transparence et d'égalité des actionnaires instaurés par la directive, jouant également sur le plan de l'intérêt social, qui concerne notamment l'usage des moyens de défense<sup>33</sup>. La FSMA a également vu ses pouvoirs de contrôle des marchés financiers prendre en importance, particulièrement en ce qui concerne les moyens de défense comme il sera expliqué dans la suite de l'exposé. Ainsi, c'est avec une certaine précision que la loi OPA et son arrêté royal d'exécution déterminent le déroulement de la procédure des offres publiques d'acquisition volontaires et les obligations incombant aux conseils d'administration de l'offrant et de la société cible.

## 2.1. Mémoire en réponse

Suite à la réception par la société visée du projet de prospectus rédigé par l'offrant qui, sans entrer dans les détails, contient les conditions de l'offre qui sont nécessaires aux actionnaires de la société cible pour porter un jugement fondé sur celle-ci<sup>34</sup>, le conseil d'administration de la société cible est tenu de rédiger un projet de mémoire en réponse qu'elle doit soumettre à l'approbation de la FSMA. L'établissement de ces écrits répond directement du principe de transparence selon lequel les actionnaires de la société cible doivent bénéficier de la meilleure information possible afin de décider si oui ou non ils ont intérêt à vendre leurs titres, information qui a par ailleurs été élargie en droit belge suite à la transposition de la directive<sup>35</sup>.

En ce qui concerne les moyens de défense, le mémoire en réponse mentionne « les clauses statutaires impliquant une limitation de la cessibilité ou de la possibilité d'acquérir des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote de la société visée, ainsi que, dans la mesure où l'organe d'administration de la société visée en a connaissance, une liste des droits préférentiels qui auraient été consentis à certaines personnes en vue d'acquérir de tels titres »<sup>36</sup>. Il contient en outre l'avis motivé de l'organe d'administration de la société visée sur l'offre<sup>37</sup>. Cet avis indique pour sa part « les répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société, des détenteurs de titres, des créanciers et du personnel, en ce compris l'emploi », « le point de vue de l'organe d'administration concernant les plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur les résultats

---

<sup>33</sup> M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 316 ; A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 572.

<sup>34</sup> Art. 13, § 1, al. 1<sup>er</sup>, loi du 1 avril 2007 ; Art. 24, A.R. du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.* 23 mai 2007.

<sup>35</sup> M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 317 ; A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 576.

<sup>36</sup> Art. 24, § 1, 2°, loi du 1 avril 2007.

<sup>37</sup> Art. 24, § 1, 3°, loi du 1 avril 2007.

de celle-ci ainsi que sur l'emploi et les sites d'activité de la société tels que mentionnés dans le prospectus » ou encore les intentions des administrateurs détenteurs de titres quant à l'offre<sup>38</sup>.

Au sujet des clauses statutaires impliquant une limitation de la cessibilité des titres, l'arrêté royal précise les informations que le conseil d'administration doit mentionner dans l'avis. Il est ainsi tenu de signaler si les clauses d'agrément ou de préemption contenues dans les statuts de la société cible « s'appliquent à l'égard de l'offrant, eu égard aux dispositions statutaires arrêtées le cas échéant par la société visée en application des articles 46 et 47 de la loi »<sup>39</sup>. En d'autres termes, ces clauses ne s'appliqueront pas si la société a transposé dans ses statuts le principe de neutralisation des restrictions, ce qui est rarement le cas comme nous l'avons fait remarquer précédemment. Dans le cas plus réaliste où elles s'appliquent, le conseil d'administration doit indiquer « s'il accordera ou refusera l'agrément à l'offrant et s'il demandera l'application des clauses de préemption »<sup>40</sup>.

Grâce à ces différentes obligations d'information, le conseil d'administration devra faire un usage délicat des moyens de défense dont il dispose. En effet, les actionnaires qui s'estimeraient lésés par un refus d'agrément ou par un autre moyen ayant eu pour effet de bloquer l'offre pourront se prévaloir d'un régime de responsabilité instauré par la loi OPA qui leur est très favorable. De fait, les personnes mentionnées dans le mémoire comme étant responsables de celui-ci sont solidairement tenues de la réparation du préjudice causé par l'absence d'information prescrite par la loi ou par le caractère inexact ou trompeur de certaines informations contenues dans le mémoire en réponse<sup>41</sup>. L'avantage de ce régime de responsabilité réside dans la présomption réfragable du lien de causalité entre le préjudice subi par les actionnaires et le caractère incomplet, trompeur ou inexact de l'information contenue dans le mémoire en réponse<sup>42</sup>. Dans la crainte de l'établissement de cette responsabilité objective, le conseil d'administration est amené à utiliser les mécanismes de défense avec prudence, dans la seule mesure où ceux-ci auront été décrits dans le mémoire en réponse, sans oublier d'indiquer leurs possibles impacts sur les titres en cas de succès de l'OPA<sup>43</sup>.

## 2.2. Justification au regard de l'intérêt social

Enfin, il est à noter que la loi OPA charge le Roi, lorsqu'il prend des mesures d'exécution, de tenir compte de l'orientation selon laquelle « l'organe d'administration de la

---

<sup>38</sup> Art. 28, § 1, 1<sup>o</sup> et 2<sup>o</sup>, A.R. du 27 avril 2007.

<sup>39</sup> Art. 28, § 3, 1<sup>o</sup>, A.R. du 27 avril 2007.

<sup>40</sup> Art. 28, § 3, 2<sup>o</sup>, A.R. du 27 avril 2007.

<sup>41</sup> Art. 29, § 2, al. 1<sup>er</sup>, loi du 1<sup>er</sup> avril 2007.

<sup>42</sup> *Ibid.*, § 3.

<sup>43</sup> M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 320.

société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble »<sup>44</sup>. Il s'agit donc d'une orientation générale à laquelle la loi OPA entend octroyer une importance toute particulière<sup>45</sup>. Non seulement l'organe d'administration devra justifier la prise de mesures de défense au regard de l'intérêt social, mais en plus, il devra le faire en prenant en compte les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de la société, ce qui met une certaine pression sur lui<sup>46</sup>.

Il devra également être prudent à la nécessaire justification à l'intérêt social « à tout moment », requise par l'article 510, alinéa 2 et l'article 551, § 1, alinéa 2, du code des sociétés pour ce qui est des clauses d'inaliénabilité et des pactes de votation en particulier.

## § 2. Le code des sociétés

Sur la question des moyens de défense anti-OPA, le code des sociétés régit certaines opérations particulières au travers des dispositions suivantes : les articles 511 et 512 traitant des clauses d'agrément et de préemption, l'article 556 traitant des droits et engagements liés au lancement d'une offre, l'article 557 traitant de la modification de la composition de l'actif et du passif de la société cible, l'article 607 relatif à l'augmentation du capital par le biais du capital autorisé et enfin l'article 620 réglant le sort de l'acquisition d'actions propres par la société cible. Même s'il a profité de l'*opt-out* de la directive OPA, le législateur belge donne toutefois corps au principe de neutralisation des restrictions et au principe de passivité dans le cadre de ces opérations.

À titre d'exemple, nous prendrons les articles 511 et 512, ainsi que l'article 557 qui font respectivement application du principe de neutralisation des restrictions et du principe de passivité du conseil d'administration.

### 2.1. Les clauses d'agrément et de préemption : articles 511 et 512 du code des sociétés

L'article 510 du code des sociétés autorise l'usage, sous certaines conditions, de clauses statutaires ou conventionnelles ayant pour effet de limiter la libre cessibilité des titres, principe inhérent aux sociétés anonymes et consacré par le code à l'article 476. En période d'offre publique d'acquisition, plus précisément dès la réception par la société cible de la communication faite par la FSMA selon laquelle elle a été saisie d'un avis d'OPA la concernant, l'article 511 limite fortement l'effet de ces clauses en prévoyant qu'« en cas de refus d'agrément ou d'application des clauses de préemption, les titulaires de titres doivent se voir proposer, dans les cinq jours suivant la clôture de l'offre, l'acquisition de leurs titres à un

---

<sup>44</sup> Art. 9, 3°, loi du 1 avril 2007.

<sup>45</sup> M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 329.

<sup>46</sup> *Ibid.*

prix au moins égal au prix de l'offre ou de la contre-offre, par une ou plusieurs personnes bénéficiant de l'agrément ou à l'égard desquelles le droit de préemption ne serait pas invoqué »<sup>47</sup>. Selon la doctrine, le refus d'agrément ou l'application des clauses de préemption suppose le lancement d'une contre-offre publique envers les titres de la société visée<sup>48</sup>. Dès lors, les articles 37 à 41 de l'arrêté royal OPA devraient s'appliquer, ce qui implique que le contre-offrant doit lui-même rédiger un prospectus et respecter les exigences qui y sont liées en vertu de la loi.

L'article 512 prévoit cependant une exception à ce régime en vertu de laquelle le conseil d'administration peut faire usage des clauses d'agrément contre l'offrant à condition que celles-ci figurent soit dans les statuts, soit dans un acte notarié<sup>49</sup> et « pour autant que le refus d'agrément soit justifié par l'application constante et non discriminatoire des règles d'agrément adoptées par ledit conseil d'administration et communiquées à l'Autorité des services et marchés financiers avant la date de la réception de la communication visée à l'article 511 »<sup>50</sup>. À moins pour le conseil d'administration d'avoir communiqué ces règles d'agrément à la FSMA et d'avoir démontré leur caractère constant et non discriminatoire, aucun refus d'agrément ne pourra être opposé à l'offrant si ce n'est dans les conditions de l'article 511<sup>51</sup>.

Au final, par le truchement de conditions assez strictes et aux conséquences lourdes, il est évident que le législateur belge a voulu neutraliser l'effet des clauses d'agrément et de préemption afin que les actionnaires de la société cible puissent céder facilement leurs titres<sup>52</sup>. Nous pouvons donc considérer que le principe de neutralisation des restrictions à la libre cessibilité des titres consacrés par l'article 11 de la directive OPA s'applique à l'égard de ces clauses, contrairement à ce que pourrait laisser penser la position de l'État belge vis-à-vis de la directive OPA<sup>53</sup>.

## 2.2. Modification de la composition de l'actif et du passif de la société cible : article 557 du code des sociétés

Selon l'article 557 du code des sociétés, les « décisions qui auraient pour effet de modifier de manière significative la composition de l'actif ou du passif de la société ou

---

<sup>47</sup> Art. 511, code des sociétés du 7 mai 1999, *M.B.* 6 août 1999.

<sup>48</sup> P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *Les offres publiques d'acquisition – Le nouveau régime*, Bruxelles, Larcier, 2008, pp. 100-101 ; J. MEUNIER, N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, pp. 163-164.

<sup>49</sup> Ne sont donc pas visées les clauses conventionnelles telles que les pactes d'actionnaires.

<sup>50</sup> Art. 512, code des sociétés du 7 mai 1999.

<sup>51</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANÇOIS, « Vijandige overnames en beschermingsmechanismen », *De nieuwe OBA-WET-La nouvelle loi OPA*, sous la direction de R. FELTKAMP, B. FERON, G. T'JONCK, coll. Cahiers AEBDF/EVBFR Belgium, n°20, Bruxelles, Bruylant, 2008, p. 107.

<sup>52</sup> M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 296.

<sup>53</sup> *Ibid.*, p. 328.

d'assumer des engagements sans contrepartie effective » relèvent de la compétence exclusive de l'assemblée générale pendant toute la période d'offre. Ce sera donc à l'assemblée générale que revient le dernier mot, le conseil d'administration étant défendu d'user de mécanismes ayant les effets visés par cette disposition. Ce dernier peut toutefois « mener à terme les opérations suffisamment engagées avant la réception de la communication de la FSMA, ainsi que d'acquérir des actions, des parts bénéficiaires et des certificats s'y rapportant conformément à l'article 620, § 1<sup>er</sup>, alinéa 3 »<sup>54</sup>.

En-dehors de ces exceptions, c'est donc le principe de passivité qui joue, ce qui contraste avec le rejet par l'État belge de ce principe dans le cadre de la loi OPA.

### § 3. Pouvoirs de contrôle de la FSMA

Conséquence des exigences de la directive OPA, la FSMA dispose désormais de compétences étendues en matière de contrôle des moyens de défense susceptibles de faire échouer l'offre<sup>55</sup>. La loi OPA prévoit en effet que celle-ci « veille, dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, à la régularité des actions de la société visée qui seraient susceptibles de faire échouer l'offre et contrôle en particulier le respect des dispositions des articles 510, 511, 512, 556, 557, 607 et 620 C.Soc. ainsi que le respect des dispositions statutaires arrêtées conformément aux articles 46 et 47 »<sup>56</sup>. À cet égard, « si la FSMA a des motifs de croire que les dispositions visées à l'alinéa 1er n'ont pas été correctement respectées, elle en avise la société concernée. Si elle estime que son avis n'a pas ou pas suffisamment été pris en compte, elle peut le rendre public »<sup>57</sup>. Quand bien même la FSMA ne peut pas enjoindre au conseil d'administration de mettre fin à l'usage d'un moyen qui a pour effet de faire échouer l'offre<sup>58</sup>, le risque de voir leur nom rendu public pour avoir adopté un comportement désintéressé envers la société qu'ils dirigent est susceptible de dissuader les dirigeants de faire un usage inconsidéré de moyens de défense<sup>59</sup>.

---

<sup>54</sup> Art. 557, § 2, code des sociétés du 7 mai 1999.

<sup>55</sup> Art. 4, § 2, e), directive 2004/25/CE.

<sup>56</sup> Art. 35, § 2, al. 1, loi du 1<sup>er</sup> avril 2007.

<sup>57</sup> Art. 35, § 2, al. 2, loi du 1<sup>er</sup> avril 2007.

<sup>58</sup> La FSMA dispose d'une compétence générale de contrôle de la bonne application de la loi OPA et de ses arrêtés d'exécution et peut, à cette fin, prendre certaines mesures qui sont énumérées de manière non exhaustive à l'article 36, § 1er, alinéa 2, de la loi OPA. Toutefois, selon une doctrine majoritaire s'appuyant notamment sur l'exposé des motifs de la loi, la compétence de l'autorité de contrôle de prendre les mesures visées à l'article 36 ne s'étend pas au contrôle de la régularité des moyens pris par la société pour faire échouer l'offre. Voy. à ce sujet M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 322 ; J. MEUNIER, N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 170 ; Exposé des motifs, Doc. parl., Ch. repr., sess. 2006-2007, n°51, 2834/001, p. 29, disponible sur <http://www.lachambre.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=ListDocument.cfm>.

<sup>59</sup> A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 577 ; Au sujet du rôle disciplinaire du marché des dirigeants, voy. I. ALLEMAND, « Le rôle du marché des dirigeants dans le système de gouvernance des entreprises : une revue de la littérature », *Gestion 2000*, vol. 23, n°3, Louvain-la-Neuve, Recherches et Publications en Management A.S.B.L., 2006, pp. 21-58.

Couplé à l'obligation d'informer celle-ci des différentes mesures susceptibles de faire échouer l'offre prises pendant la période d'offre<sup>60</sup>, ce contrôle de la FSMA fait peser sur le conseil d'administration une certaine pression à l'instar de la minutieuse procédure d'établissement du mémoire en réponse.

#### § 4. Conclusion

Au bout du compte, peut-on déduire que l'État belge adopte une attitude permissive sur la question des moyens de défense anti-OPA ? La réponse est oui, car le législateur veut laisser une large autonomie au conseil d'administration en cas d'offre hostile et conserver l'équilibre auquel était parvenu le régime des OPA avant la transposition de la directive<sup>61</sup>. Cette position est-elle cependant extrême de sorte que l'assemblée générale n'ait en aucun cas un pouvoir d'appréciation ? C'est sur ce point qu'il est important de bien nuancer la réponse. Nous venons en effet de démontrer que le code des sociétés donne malgré tout une certaine substance aux principes de passivité du conseil d'administration et de neutralisation des restrictions. Les autres moyens de défense ne rentrant pas dans ces hypothèses seront donc valables, mais devront toutefois être clairement définis conformément aux règles relatives à la transparence. Cette dernière exigence est susceptible de dissuader le conseil d'administration de se défendre<sup>62</sup> puisqu'il faudra passer le test de l'intérêt social de la société cible qui s'entend dans son acceptation large comme le reconnaît la loi OPA<sup>63</sup>.

Si les sociétés belges semblent en définitive posséder un large panel de moyens de défense, nous pensons que la Commission européenne n'a pas de quoi s'en mordre les doigts pour autant. Le régime belge est en effet caractérisé, comme nous venons de le voir, par un subtil équilibre entre les mesures de défense autorisées en période d'OPA et la souveraineté de l'actionnariat envers l'offre qui leur est proposée<sup>64</sup>. De surcroît, il semblerait que les sociétés belges ne soient pas disposées à faire un usage fréquent des mesures de défense, préférant plutôt procéder à une offre publique d'acquisition amicale et donc à des négociations en bonnes et dues formes afin que les actionnaires retirent un bon prix de la cession de leurs titres<sup>65</sup>.

---

<sup>60</sup> Art. 12 et 19, A.R. du 27 avril 2007.

<sup>61</sup> Exposé des motifs, Doc. parl., Ch. repr., sess. 2006-2007, n°51 2834/001, p. 8, disponible sur <http://www.lachambre.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=ListDocument.cfm>.

<sup>62</sup> M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 328.

<sup>63</sup> La loi OPA reconnaît ainsi que l'intérêt social s'entend de l'intérêt de la société dans son ensemble, « des détenteurs de titres, des créanciers et du personnel, en ce compris l'emploi », art. 28, § 1, 1°, AR 27 avril 2007.

<sup>64</sup> A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 579 ; M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition – (Première partie) », *op. cit.*, p. 279 ; Exposé des motifs, Doc. parl., Ch. repr., sess. 2006-2007, n°51 2834/001, p. 8, disponible sur <http://www.lachambre.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=ListDocument.cfm>.

<sup>65</sup> M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 294.

Dès lors, même si d'un point de vue purement théorique, les principes de passivité et de neutralisation des restrictions ne sont pas rendus obligatoires en Belgique, les attentes de la Commission sont partiellement comblées en pratique. Il reste maintenant à savoir si, à l'avenir, la Commission continuera à se satisfaire de cet équilibre pratique dans la recherche d'un *level playing field* au sein de l'Union européenne.

#### Section 4. État des lieux dans l'Union européenne

Nous allons maintenant procéder à un état des lieux de la transposition des principes de passivité et de neutralisation des restrictions de la directive OPA dans les droits des États membres. Pour ce faire, nous nous baserons sur les deux rapports que la Commission européenne a rédigés concernant d'une part la transposition de la directive, et d'autre part son application. Nous verrons qu'à quelques exceptions près, aucun État ne suit entièrement la position adoptée par la Commission. Ce qui pose question quant au futur de la réglementation des OPA qui sera certainement amenée un jour à être aménagée. Doit-on s'attendre à un assouplissement de la position de la Commission qui permettrait de conserver une continuité avec ce qui a été adopté en 2004, ou doit-on s'attendre à une obstination visant à imposer l'obligation des principes de passivité et de neutralisation des restrictions ?

##### *§ 1. Transposition du principe de passivité*

En 2007, dix-huit États membres avait transposé, ou du moins l'envisageait, le principe de passivité du conseil d'administration<sup>66</sup>. Détail important, pour la plupart d'entre eux, le principe de passivité n'était pas nouveau, celui-ci étant en effet déjà appliqué à des degrés divers dans ces États<sup>67</sup>. La Commission considère toutefois que la directive a eu pour effet de clarifier, voire de renforcer le pouvoir de l'assemblée générale en période d'offre publique dans certains de ces pays<sup>68</sup>. Toutefois, la Commission constate que dans cinq de ces pays où le principe de passivité était déjà d'application<sup>69</sup>, l'exception de réciprocité instaurée par la directive a été transposée. Par conséquent, le conseil d'administration, qui devait requérir l'approbation de l'assemblée générale avant la transposition de la directive, dispose désormais de la possibilité de prendre des mesures de défense dans les conditions de la règle de réciprocité, c'est-à-dire lorsque la société cible fait face à un offrant non soumis à la règle de

---

<sup>66</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, p. 6.

<sup>67</sup> *Ibid.*

<sup>68</sup> *Ibid.*

<sup>69</sup> France, Grèce, Hongrie, Portugal et Slovaquie. Nous verrons dans la suite de l'exposé que la France a récemment changé sa position quant au principe de passivité.

la passivité<sup>70</sup>. Ces États ont donc pour ainsi dire profité de la directive OPA pour faire un pas en arrière en ce qui concerne la souveraineté des actionnaires en période d'offre. Cela va bien évidemment à l'encontre des objectifs de la Commission de neutraliser les dirigeants d'entreprise afin de faciliter la réalisation des OPA<sup>71</sup>.

Les autres pays, dont la Belgique et l'Allemagne, ont décidé de ne pas rendre obligatoire le principe de passivité, laissant seulement la possibilité aux sociétés de l'appliquer sur une base purement volontaire comme le requiert la directive OPA<sup>72</sup>. La Commission reconnaît toutefois que si le principe de passivité n'est pas obligatoire dans ces États, certains d'entre eux disposent de règles qui limitent la marge de manœuvre du conseil d'administration en période d'offre<sup>73</sup>. Ce pourrait être le cas de la Belgique où, d'une part, le code des sociétés accorde une certaine substance au principe de passivité, et d'autre part, l'intérêt social de l'ensemble des parties prenantes de la société cible doit être pris en compte par le conseil d'administration.

## § 2. *Transposition du principe de neutralisation des restrictions*

Selon la Commission, le principe de neutralisation constitue un outil efficace pour rendre inapplicables les mesures de défense insérées dans les statuts ou dans les pactes d'actionnaires de la société cible, limitant dès lors considérablement l'influence des actionnaires de contrôle en période d'offre<sup>74</sup>. Toutefois, elle a de quoi être déçue quand tous les États membres, hormis les pays baltes<sup>75</sup>, ont décidé de ne pas rendre obligatoire ce principe pour les sociétés cibles<sup>76</sup>. Les restrictions statutaires et contractuelles au transfert des titres et au droit de vote constituent dès lors aujourd'hui encore un des principaux obstacles à la réalisation des OPA. Ces pratiques sont tellement répandues dans les différents droits des sociétés, non seulement au niveau européen, mais également au niveau mondial<sup>77</sup>, qu'il semble véritablement illusoire pour la Commission d'espérer qu'à court ou moyen terme, les États se rallient à sa position, d'autant plus qu'aucun autre pays dans le monde n'applique ce

---

<sup>70</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, p. 6.

<sup>71</sup> *Ibid.*

<sup>72</sup> *Ibid.*, p. 7.

<sup>73</sup> *Ibid.*

<sup>74</sup> *Ibid.*

<sup>75</sup> À savoir la Lituanie, l'Estonie et la Lettonie, qui sont d'ailleurs les seuls pays à avoir rendu obligatoires les deux principes.

<sup>76</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, p. 7.

<sup>77</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 28 juin 2012, p. 5.

principe<sup>78</sup>. Le rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive en France justifiait d'ailleurs à cet égard que « la transposition de l'article 11 constituerait en réalité une entrave importante à la liberté contractuelle et pourrait priver investisseurs et entrepreneurs de solutions de financement et de contrôle flexibles »<sup>79</sup>.

La Commission constate cependant que certains États ont supprimé le droit de faire usage de certaines mesures préventives<sup>80</sup>. C'est le cas par exemple de la pratique des droits de vote multiples qui octroyaient plus de pouvoirs à certains actionnaires à l'assemblée générale, en particulier en cas d'OPA<sup>81</sup>. Bien qu'étant très peu nombreux, ces quelques ajustements ont permis, selon la Commission, d'améliorer l'ouverture des sociétés de ces quelques États aux offres publiques d'acquisition<sup>82</sup>.

### § 3. Application de la directive

Dans son rapport du 28 juin 2012 sur l'application de la directive qui se base sur une étude externe menée par le cabinet Marcuss Partners en collaboration avec le *Centre for European Policy Studies*, la Commission fait remarquer que contrairement à ce qu'elle aurait souhaité, la directive n'a pas eu pour effet de modifier de manière significative le droit des sociétés en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition<sup>83</sup>. En effet, dès lors que seulement trois États ont rendu obligatoire le principe de neutralisation des restrictions et qu'un nombre important d'États membres appliquaient déjà le principe de passivité du conseil d'administration, il ne fallait pas s'attendre à voir une nette amélioration des ordres juridiques dans la restriction des moyens de défense. Toutefois, le rapport conclut que si le principe de neutralisation des restrictions n'a pas connu un grand succès, cela ne semble pas pour autant freiner la réalisation des OPA dans l'Union européenne, car il existerait d'autres moyens que ce principe pour contourner les mesures de défense instaurées dans les statuts ou les accords contractuels de la société cible<sup>84</sup>. D'autant plus que la réalisation d'OPA hostiles persiste à rester une pratique minoritaire contrairement aux OPA amicales lors desquelles les sociétés

---

<sup>78</sup> Marcuss Partners, en collaboration avec le Centre for European Policy Studies, *Study on the application of Directive 2004/25/CE on takeover bids*, 2012, p. 43, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm).

<sup>79</sup> J-F. LEPETIT, « Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition », Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, 27 juin 2005, p. 4, disponible à l'adresse <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/054000470/index.shtml>.

<sup>80</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, p. 7.

<sup>81</sup> *Ibid.*

<sup>82</sup> *Ibid.*

<sup>83</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 28 juin 2012, p. 3.

<sup>84</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 28 juin 2012, pp. 11-12.

cibles entrent en négociations avec les sociétés offrantes afin d'arriver à une offre qui conviennent aux deux parties<sup>85</sup>. Dans ce scénario, les mesures de défense n'ont évidemment pas leur place.

Il convient également de noter que l'étude externe sur l'application de la directive expose qu'en termes d'ouverture des marchés européens, 89% des parties prenantes interrogées considèrent que les restrictions des mesures de défense apportées par la directive ont eu pour effet d'améliorer l'ouverture du marché européen des « prises de contrôle » (traduit de l'anglais « the EU market for corporate control »)<sup>86</sup>. Ce qui ne veut pas pour autant dire que le nombre d'OPA a augmenté si l'on en croit l'étude<sup>87</sup>. Néanmoins, il semble régner un sentiment de satisfaction dans l'Union européenne à l'égard de la réglementation.

En outre, en dépit d'un sentiment de similitude avec les pratiques antérieures, la Commission rapporte que selon les États membres consultés, l'Union européenne s'est améliorée en matière de transparence en imposant aux États de prévoir des règles claires et précises qui dictent le processus selon lequel une offre doit être menée et ce, sous la surveillance d'une autorité de contrôle, afin de permettre aux actionnaires, en particulier les minoritaires, de prendre une décision conforme à leurs intérêts<sup>88</sup>. Dans cette perspective, nous pouvons nous attendre à ce que les actionnaires, mieux informés, fassent un choix empreint d'objectivité envers l'offre qui leur est soumise<sup>89</sup>. Ceux-ci devraient donc plus facilement vendre lorsqu'ils feront face à des conditions réellement avantageuses au regard de la valeur actuelle des titres et leur valeur future, tandis qu'ils vendraient moins facilement si l'offre s'avère être insuffisante comparée au potentiel de l'entreprise. Cette sélection naturelle des OPA créatrices de valeur participe selon nous à la création de richesse et donc à la circulation des capitaux au sein de l'Union européenne. Le principe de neutralisation des restrictions n'est donc peut-être pas si indispensable pour parvenir à un marché unique intégré, car une offre avantageuse devrait avoir raison des éventuelles restrictions mises en place. En revanche, il est nécessaire d'octroyer le dernier mot à l'assemblée générale en rendant obligatoire le principe de passivité pour éviter que les « bonnes » OPA passent sous le nez des investisseurs pour un simple problème de conflit d'intérêts dans le chef des dirigeants. Dans le dernier chapitre, nous nous intéresserons plus en détail à l'importance de l'information dans les opérations financières telles que les OPA.

---

<sup>85</sup> A. PIETRANCOSTA, « La protection des investisseurs dans un contexte d'OPA », *Colloque Unidroit*, Rome, 6 décembre 2010, p. 5 ; J. MEUNIER, N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 152 ; J., ARMOUR, D. A. Jr., SKEEL, « Who writes the rules for hostile takeovers, and why - The divergence of U.S. and U.K. takeover regulation », *Regulation*, Vol. 30, Issue 3, 2007, p. 52.

<sup>86</sup> Marccus Partners, en collaboration avec le Centre for European Policy Studies, *op. cit.*, p. 43, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm).

<sup>87</sup> *Ibid.*

<sup>88</sup> *Ibid.*, p. 4.

<sup>89</sup> X. DIEUX, *Droit, morale et marché*, Bruxelles, Bruylant, 2013, coll. Penser le droit, p. 444.

Au bout du compte, est-il nécessaire que la Commission propose une nouvelle directive dans les années à venir afin d'achever, ou du moins d'améliorer, l'harmonisation de la réglementation des OPA ? En 2012, l'absence de données économiques due au nombre très réduit d'opérations financières suite à la crise financière et le constat que d'autres moyens existaient afin de surmonter les mesures de défense mises en place par la société cible, poussa la Commission à ne pas se pencher sur une révision de la directive comme le lui permettait l'article 20 de celle-ci. Nous pensons qu'à ce stade, il est judicieux d'attendre plusieurs années afin de voir comment le marché des fusions-acquisitions se comportera quand les effets de la crise se feront moins sentir. Sur base de données économiques à la fois nombreuses et pertinentes, la Commission sera en mesure de porter un jugement (plus) éclairé sur l'opportunité de réviser la directive.

Quoi qu'il en soit, aucun pays n'a à l'heure actuelle une position extrême sur la question des moyens de défense anti-OPA qui consisterait soit à laisser une totale liberté au conseil d'administration de la société cible et à autoriser l'usage de toutes les restrictions possibles à la cessibilité des titres et au droit de vote, soit l'extrême inverse<sup>90</sup>.

## Section 5. Conclusion

À ce stade de l'exposé, nous pouvons tirer certains enseignements de ce qui précède.

Tout d'abord, le fait que la majorité des États européens disposent d'une réglementation prévoyant la passivité du conseil d'administration traduit une volonté de ces États de promouvoir, dans une certaine mesure, les offres publiques d'acquisition, même hostiles. Il y a donc une conscience commune selon laquelle ces opérations ont un rôle à jouer pour l'économie, tout comme le pense la Commission européenne. Le même raisonnement peut être appliqué aux États qui n'ont même pas décidé de transposer le principe de passivité, laissant dès lors la porte ouverte à un très large éventail de mesures de défense, mais qui, à l'instar de la Belgique, disposent d'un droit des sociétés limitant l'autonomie du conseil d'administration pour certains actes en période d'offre publique. Dans le chapitre 2, nous exposerons les avantages et inconvénients des OPA afin de comprendre pourquoi les États adoptent une position équilibrée.

Ensuite, le fait qu'une écrasante majorité des États membres aient décidé de ne pas rendre le principe de neutralisation des restrictions obligatoire n'est pas un hasard. Comme

---

<sup>90</sup> A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, p. 18.

nous l'avons expliqué plus haut, il est très difficile de priver les sociétés de pratiques qu'elles ont depuis longtemps l'habitude d'utiliser, notamment pour prévenir les changements de contrôle ou stabiliser l'actionnariat. D'autant plus que l'actionnariat des sociétés européennes est globalement fort concentré. La caste des actionnaires majoritaires n'a évidemment pas intérêt à voir son contrôle des entreprises être mis à mal par la neutralisation des mesures qui lui permettent de rester à la barre. En outre, les États membres craignent que le fait de supprimer purement et simplement les possibilités de limiter la cessibilité des titres et de restreindre le droit de vote aurait pour effet de désavantager les sociétés européennes par rapport à celles du reste du monde, et en particulier les sociétés américaines<sup>91</sup>. Nous verrons cependant que cet argument est à nuancer étant donné les différences significatives que présentent le droit américain avec l'Union européenne, comme le concède d'ailleurs le Groupe Winter. Par ailleurs, nous pouvons arguer que les pays ayant rendu obligatoire ce principe, à savoir les pays baltes, avaient intérêt à le faire étant entendu qu'en tant que petites économies devant passer d'une économie planifiée propre au bloc soviétique à une économie capitaliste, il était nécessaire d'attirer les capitaux étrangers afin d'améliorer la croissance du pays<sup>92</sup>. La Commission devrait donc imaginer un régime qui soit plus souple et prendre en compte les remarques faites par les États membres. Elle pourrait par exemple songer à mettre de côté l'idée d'un principe de neutralisation des restrictions général et préférer un régime plus précis, qui désigne les restrictions que les États s'accordent à reconnaître comme inapplicables en période d'offre.

Troisièmement, le traitement qui est réservé aux OPA varie indéniablement au gré des idéologies politiques qui gouvernent les États. La preuve en est le récent revirement du gouvernement français quant au principe de passivité qui, comme nous le verrons dans la partie consacrée à l'analyse comparée de différents régimes juridiques, est devenu l'exception et non plus la règle afin notamment de préserver l'emploi.

La Commission fait donc face à différents obstacles politiques, juridiques et économiques. Est-ce que ceux-ci ont eu raison de sa volonté d'harmoniser complètement le droit relatif aux OPA ? Dans son Livre vert publié le 18 février 2015<sup>93</sup>, la Commission eut l'occasion de rappeler sa volonté d'uniformiser les règles afin de rencontrer l'objectif fixé par le Traité de Rome, à savoir la libre circulation des capitaux. Pour ce faire, il est notamment

---

<sup>91</sup> *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 7.

<sup>92</sup> V. DE BEAUFORT, « La bourse aujourd'hui : quelle attractivité pour les entreprises mais aussi pour les épargnants ? Évolution de la réglementation, quête de sens, pédagogie... Quelles réformes pour l'avenir de la place financière de Paris – Colloque du 9 avril 2015 organisé par Droit & Croissance, le centre européen de droit et économie – ESSEC et CapitalCom, sous la direction de Viviane de Beaufort », *R.D.T.F.*, n°1/2, Paris, 2015, pp. 7 et 24.

<sup>93</sup> Commission européenne, *Livre vert, Construire l'Union des marchés des capitaux*, Bruxelles, 18 février 2015, disponible sur [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_fr.pdf).

nécessaire selon elle d'améliorer l'investissement à long terme et l'égalité des conditions entre les États membres. Pourtant, nous avons constaté que la Commission ne semble pas s'intéresser à l'harmonisation du régime des OPA. Elle semble plutôt se concentrer sur d'autres points comme l'amélioration de l'accès au financement, en particulier pour les PME. Et quand il est question d'« attirer les investissements internationaux vers les marchés européens »<sup>94</sup>, ce qu'une réglementation des OPA est capable de faire, la Commission met l'accent sur l'importance des accords internationaux en matière de commerce et d'investissement. Cela nous force à penser qu'à moyen terme, la Commission ne se penchera pas sur une révision de la directive OPA. Cette idée est renforcée par la conclusion tirée du rapport sur l'application de la directive selon laquelle le régime facultatif actuel ne semble pas freiner la réalisation des offres publiques d'acquisition.

Peut-on dès lors conclure que le régime applicable actuellement fonctionne-t-il ? Visiblement oui, du moins à l'heure actuelle. Si la situation actuelle semble satisfaire tout le monde, y compris la Commission<sup>95</sup>, il est toutefois nécessaire d'être prudent et de garder un œil sur l'avenir du droit européen dans un monde en constante évolution.

La question que l'on peut désormais se poser consiste à savoir si des améliorations peuvent être apportées à ce régime, toujours dans la recherche d'un *level playing field* au sein de l'Union. Nous nous pencherons sur cette question dans le dernier chapitre.

---

<sup>94</sup> Commission européenne, *Livre vert, Construire l'Union des marchés des capitaux*, Bruxelles, 18 février 2015, p. 23, disponible sur [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_fr.pdf).

<sup>95</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 28 juin 2012, p. 3.



## Chapitre 2. Les impacts concrets des OPA

Pourquoi la pratique des offres publiques d'acquisition, qu'elles soient hostiles ou amicales, volontaires ou obligatoires, existe-t-elle et continue aujourd'hui à constituer un mécanisme utile d'acquisition du contrôle d'une société ? Afin de bien saisir l'enjeu que représente une réglementation sur les offres publiques d'acquisition, il est nécessaire de discerner les avantages et inconvénients généralement reconnus par la doctrine à ces opérations d'acquisition<sup>96</sup>. Si l'Union européenne a consacré plusieurs années à l'adoption d'une directive, cela signifie effectivement que l'enjeu économique est de taille. Il y a toutefois lieu de calmer les ardeurs et d'être conscient des inconvénients que ce mécanisme peut engendrer, tant pour les sociétés concernées que pour l'économie dans sa globalité. Ceci étant dit, le premier constat que nous pouvons tirer de cette introduction est que la confrontation d'arguments pour et contre la pratique des OPA amène inmanquablement à la recherche d'un équilibre. Ce qui n'est pas sans rappeler le compromis auquel sont parvenues les institutions européennes dans la directive OPA.

« La proposition de la Commission était fondée sur l'hypothèse que les offres publiques d'acquisition offrent un certain nombre d'avantages pour les entreprises, les investisseurs et, finalement, pour l'économie européenne dans son ensemble »<sup>97</sup>. C'est par ces mots que la Commission introduit son rapport de 2007 sur la transposition de la directive. Selon elle, les OPA peuvent être un bon moyen de création de valeur. À cette fin, elles faciliteraient la restructuration des entreprises, ainsi que leur consolidation et fourniraient un moyen de réalisation d'économies d'échelle qui sont nécessaires à la concurrence sur les marchés européens et mondiaux<sup>98</sup>. En matière de gouvernance d'entreprise, elles serviraient une propagation des bonnes pratiques de gestion d'entreprise et auraient également pour effet de discipliner les dirigeants<sup>99</sup>. Enfin, les OPA seraient bénéfiques pour les performances des entreprises dans leur globalité, notamment du fait de la propagation des nouvelles technologies, ainsi que pour les investisseurs dès lors qu'elles leur permettent de réaliser un bon retour sur investissement<sup>100</sup>.

Nous allons dans un premier temps analyser les avantages généralement reconnus par la doctrine aux OPA. Nous verrons que ceux-ci coïncident avec les arguments de la

---

<sup>96</sup> Il est difficile de dégager un enseignement général pour toutes les OPA, la réalité étant très complexe et de nombreux autres facteurs économiques, juridiques ou encore culturels peuvent être pris en compte. Nous nous en tiendrons à ce que la doctrine s'accorde à reconnaître comme avantages et inconvénients.

<sup>97</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, p. 3.

<sup>98</sup> *Ibid.*

<sup>99</sup> *Ibid.*

<sup>100</sup> *Ibid.*

Commission. Ensuite, nous nous arrêterons sur les facteurs qui poussent une OPA à être destructrice de valeur. Notons d'emblée que certains de ces facteurs valent également pour tout type de rapprochement d'entreprise en général. Nous exposerons finalement les inconvénients liés à l'usage des moyens de défense.

L'analyse qui suit ne se veut pas purement économique afin de ne pas sortir du cadre de ce travail de recherche. Nous nous contenterons seulement de quelques données économiques pour appuyer notre analyse juridique des avantages et inconvénients liés aux OPA<sup>101</sup>.

## Section 1. Les vertus attribuées aux offres publiques d'acquisition

### *§ 1. Prime d'acquisition financièrement intéressante*

En premier lieu, des études empiriques ont démontré que les offres publiques d'acquisition, surtout celles qui consistent en l'achat des titres visés moyennant liquidités<sup>102</sup>, constituent un moyen de réalisation de plus-values très favorables pour les actionnaires de la société cible, étant entendu que de telles plus-values seraient inespérées dans le cours normal des affaires de la société<sup>103</sup>. De surcroît, les bénéfices tirés de la vente seront *a fortiori* plus élevés en cas de concurrence entre plusieurs offrants grâce aux surenchères successivement proposées par les intéressés<sup>104</sup>. Leur plus-value en poche, les investisseurs pourront de nouveau investir dans d'autres sociétés, ce qui est évidemment en théorie profitable pour l'économie dans sa globalité.

Il est également considéré que la possibilité pour les actionnaires de revendre leurs titres à un prix supérieur au cours de bourse aurait tendance à diminuer le coût en capital de la société, étant donné que les actionnaires seront moins insistants sur l'octroi d'un bon dividende<sup>105</sup>.

En définitive, nous pensons que la possibilité de réaliser une plus-value intéressante accroît la confiance des investisseurs, et en particulier celle des actionnaires minoritaires, ce qui les pousse à continuer à investir. Cette confiance nous semble primordiale afin de

---

<sup>101</sup> Pour une première approche économique des effets des OPA sur la valeur actionnariale, voy. M. SASSENOU, P. CHARLETY-LEPERS, « L'impact patrimonial des offres publiques d'achat et d'échange : le cas français », *Revue économique*, volume 45, n°3, 1994, pp. 625-638.

<sup>102</sup> Il est en effet démontré que les offres publiques d'échange (OPE) sont moins intéressantes pour les actionnaires de la société cible que les offres publiques d'achat (OPA), M. SASSENOU, P. CHARLETY-LEPERS, *op. cit.*, p. 634.

<sup>103</sup> A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, p. 2.

<sup>104</sup> *Ibid.* ; M. SASSENOU, P. CHARLETY-LEPERS, *op. cit.*, p. 634.

<sup>105</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, « Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition (OPA) en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? », *R.D.T.F.*, Paris, 2013, n° 4, p. 5.

dynamiser les marchés européens en augmentant le nombre de financements par capitaux propres, alternatives au financement par la dette.

## § 2. Créatrices de richesse pour les entreprises

En second lieu, les offres publiques d'acquisition seraient un facteur de dynamisation du marché dans la mesure où elles améliorent la création de richesse grâce à une meilleure allocation des ressources<sup>106</sup>. Deux arguments démontrent cet avantage.

D'abord, le rapprochement de la société initiatrice avec la société cible suppose la réalisation de synergies, c'est-à-dire que la valeur des deux sociétés combinées sera plus élevée que la somme de la valeur des deux sociétés agissant indépendamment l'une de l'autre<sup>107</sup>. La réalisation de synergies est propice à une meilleure utilisation des facteurs de production, particulièrement grâce à une meilleure exploitation des économies d'échelle existantes<sup>108</sup>. Cela permet ainsi aux sociétés de réduire leurs coûts, de pénétrer d'autres marchés ou encore d'acquérir de nouvelles technologies afin de se procurer un avantage concurrentiel<sup>109</sup>. De plus, dans le cas particulier où le candidat acquéreur estime que la société cible est sous-évaluée, et que c'est effectivement le cas, la valeur de la société cible considérée individuellement peut augmenter suite à l'acquisition et à l'exploitation de celle-ci par l'acquéreur, ce qui est une fois encore synonyme de création de richesse<sup>110</sup>.

Ensuite, l'acquisition de la société cible, qui entraîne presque indéniablement le remplacement des dirigeants lorsqu'elle est hostile, servirait une meilleure gestion de celle-ci par la correction des erreurs commises dans le passé<sup>111</sup>. Cela implique parfois des modifications des actifs de la société comme la vente d'une activité non rentable par exemple<sup>112</sup>. Un recentrement réfléchi des activités d'une entreprise, dans le cadre d'une stratégie à long terme, peut en effet améliorer les performances et, à terme, le chiffre d'affaire<sup>113</sup>.

---

<sup>106</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 3; M. SASSENOU, P. CHARLETY-LEPERS, *op. cit.*, p. 626 ; W. MAGNUSON, *op. cit.*, p. 208.

<sup>107</sup> M. GILLEN, « Economic efficiency and takeover bid regulation », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 24, issue 4, Toronto, 1986, p. 927 ; W. MAGNUSON, *op. cit.*, p. 209.

<sup>108</sup> M. SASSENOU, P. CHARLETY-LEPERS, *op. cit.*, p. 626.

<sup>109</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 3 ; J. ANTOINE, M.-C. CAPIAU-HUART, « Les offres publiques d'acquisition », *Titres et Bourse*, Tome 2, Bruxelles, Larcier Business, 2012, p. 311.

<sup>110</sup> M. GILLEN, *op. cit.*, p. 927.

<sup>111</sup> M. SASSENOU, P. CHARLETY-LEPERS, *op. cit.*, p. 626 ; J.W. TEAGUE, « Does corporate culture justify defensive measures to takeover attempts », *Baylor Law Review*, 1990, vol. 42, Issue 4, p. 792.

<sup>112</sup> *Ibid.*

<sup>113</sup> C'est le cas de Danone qui, dans un premier temps, à la fin des années 90, a vendu de nombreuses marques et activités non stratégiques, comme la bière Kronenbourg, puis, dans un second temps, en 2007, a revendu sa branche « biscuits » à Kraft pour se focaliser sur les produits laitiers et l'eau. Résultat : une croissance continue du chiffre d'affaire (après-crise), voy. à ce sujet différents articles de presse :

### § 3. Effet de discipline sur le comportement des dirigeants

Il est assez répandu dans la doctrine juridique et économique de considérer que le risque d'OPA sur une société constitue un incitant à la performance pour ses dirigeants, impliquant alors la convergence de leurs intérêts avec ceux des actionnaires plutôt qu'un conflit d'intérêts<sup>114</sup>. À l'inverse, une gestion de la société qui va essentiellement dans le sens des intérêts des dirigeants a tendance à être destructrice de valeur<sup>115</sup>. Pour les sociétés cotées, les conflits d'intérêts peuvent conduire à une baisse du cours de bourse, qui, à un certain point, attire les convoitises d'acquéreurs intéressés qui n'hésiteront pas à renouveler l'équipe dirigeante en place<sup>116</sup>. De ce point de vue-là, cette dernière aurait donc tout intérêt à « faire tourner la boutique » correctement pour éviter un évincement certain.

Il est toutefois nécessaire de nuancer cette théorie au regard des différences dans la structure de l'actionnariat des sociétés<sup>117</sup>. Les offres publiques d'acquisition comme mécanisme de discipline des dirigeants concernent en fait essentiellement les sociétés dont l'actionnariat est dispersé, étant donné qu'au plus il y aura d'actionnaires minoritaires, au moins l'influence exercée par l'assemblée générale sur les dirigeants sera importante<sup>118</sup>. À l'inverse, un actionnariat concentré entre les mains d'un ou plusieurs actionnaires formant un bloc de contrôle n'est pas vraiment concerné par cette question, car ce sont les actionnaires majoritaires qui dirigent la société en influençant la gestion de celle-ci<sup>119</sup>. Le problème de ce dernier modèle réside plutôt dans la confrontation des intérêts des actionnaires majoritaires avec ceux des minoritaires, parfois incapables d'exercer une influence déterminante.

#### Section 2. Les inconvénients des offres publiques d'acquisition

Malgré des avantages économiques indéniables, les offres publiques d'acquisition sont également susceptibles de présenter des inconvénients, qui peuvent par ailleurs être fatals pour les parties à l'opération. Dans l'étude externe au rapport de la Commission de 2012 sur

---

<http://archives.lesechos.fr/archives/2013/Enjeux/00299-030-ENJ.htm> ; <http://www.lesechos.fr/industrie-services/conso-distribution/021717414904-danone-a-profite-de-la-bonne-tenue-des-produits-laitiers-frais-en-2015-1202264.php> ; <http://www.leparisien.fr/flash-actualite-economie/danone-revient-a-la-croissance-en-2015-et-confirme-ses-objectifs-pour-2016-23-02-2016-5570867.php#xtref=https%3A%2F%2Fwww.google.be>.

<sup>114</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 5 ; J.W. TEAGUE, *op. cit.*, p. 792 ; J., ARMOUR, D. A. Jr., SKEEL, « Who writes the rules for hostile takeovers, and why - The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation », *Georgetown Law Journal*, Washington, 2007, pp. 1728-1729.

<sup>115</sup> W. MAGNUSON, *op. cit.*, p. 209.

<sup>116</sup> *Ibid.*

<sup>117</sup> En gouvernance d'entreprise, la doctrine utilise la dénomination de « modèle anglo-américain » lorsqu'elle étudie les systèmes juridiques caractérisés par un actionnariat dispersé ; Voy. à ce sujet les différents travaux relatifs à la théorie économique de la firme, et notamment P. MILGROM, J. ROBERTS, *Économie, organisation et management*, sous la direction de B. RUFFIEUX, Paris, De Boeck, 1997, pp. 623-686.

<sup>118</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 6.

<sup>119</sup> *Ibid.*

l'application de la directive, le groupe chargé de sa rédaction pointe le fait que d'après des analyses économiques, il n'existe aucune preuve certaine des bienfaits de la directive sur l'efficacité économique<sup>120</sup>. L'étude note à cet égard que la libre circulation des capitaux sert pleinement l'économie dans une situation purement théorique où les agents présents bénéficient d'une information complète et adoptent tous des comportements rationnels, couplé à une absence de coûts de transaction<sup>121</sup>. Or, rares sont les marchés à présenter de telles qualités.

C'est pourquoi il nous est permis, et c'est notamment sur ce point que nous rejoignons la crainte de la plupart des États membres, de remettre en doute la position adoptée par la Commission quant à la nécessité d'imposer, outre le principe de passivité, le principe de neutralisation des restrictions afin de faciliter au maximum les OPA.

Le principal reproche adressé aux OPA consiste à dire que, dans certaines circonstances, l'opération s'avère être destructrice de valeur, tant à court terme sur le cours de bourse des sociétés concernées, mais aussi à long terme en ce qui concerne la productivité et la croissance de ces sociétés<sup>122</sup>. Quel que soit la forme que prend la destruction de valeur, il est clair que l'économie dans sa globalité en est atteinte.

À l'instar des avantages des OPA, une multitude de raisons peut expliquer cette destruction de valeur. Nous ne prétendons donc pas être exhaustifs en exposant les raisons ci-après.

### *§ 1. Manque de préparation*

Une des raisons principales de la destruction de valeur, qui vaut également pour tout type de rapprochement d'entreprises en général, consiste dans le manque de préparation de l'acquéreur<sup>123</sup>. Il est difficile de dire avec exactitude quelles sont les mesures à prendre qui sont nécessaires à la bonne réalisation d'une OPA, les différences entre les entreprises, en particulier en termes de politique et de culture, étant innombrables<sup>124</sup>. Cependant, l'expérience a démontré que le manque d'information constitue un aspect crucial dans l'échec de l'acquisition d'une société<sup>125</sup>. Dans le cas d'une OPA hostile, où il est très difficile pour

---

<sup>120</sup> Marccus Partners, en collaboration avec le Centre for European Policy Studies, *op. cit.*, p. 18, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm).

<sup>121</sup> *Ibid.*

<sup>122</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 4.

<sup>123</sup> *Ibid.*

<sup>124</sup> *Ibid.*, p. 5.

<sup>125</sup> *Ibid.*, p. 4. ; Pour une analyse économique détaillée concernant l'importance de l'information et la problématique de l'asymétrie d'information, voy. S. DOUMA, H. SCHREUDER, *Economic approaches to organizations*, Harlow, Financial Times/Prentice Hall, 2002, 3<sup>e</sup> éd., pp. 51-68.

l'offrant de pratiquer une *due diligence* juridique et financière complète sur les données de la société cible étant donné le refus de collaboration de la société cible, l'initiateur de l'offre ne disposera que de très peu d'informations hormis celle rendue publique en vertu de la loi<sup>126</sup>. Cela l'empêche dès lors d'agir en pleine connaissance de cause et d'établir une stratégie sûre de création de richesse<sup>127</sup>. L'acquéreur s'expose donc au risque de trouver des cadavres dans les placards une fois l'acquisition réalisée et d'en subir les conséquences.

Une récente étude économique menée par le *Boston Consulting Group* a synthétisé les différents facteurs pointés du doigt par différents acteurs économiques comme étant responsables de l'échec d'une opération de fusion-acquisition<sup>128</sup>. Celle-ci a par ailleurs démontré que, globalement, les opérations de fusion-acquisition mènent le plus souvent à une destruction de valeur plutôt qu'à une création de richesse<sup>129</sup>. Selon cette étude, trois catégories de facteurs peuvent expliquer ce résultat alarmant.

Premièrement, les mauvais résultats engendrés par l'acquisition d'une société peuvent être dus à l'insuffisance de la préparation de l'opération et de son exécution<sup>130</sup>. Plus précisément, l'absence d'une stratégie claire et précise pré- et post-acquisition, le coût élevé de l'opération ou encore le choix d'une mauvaise cible sont autant de causes qui peuvent expliquer l'échec d'une acquisition, ou du moins l'absence de bénéfice<sup>131</sup>.

Deuxièmement, il semblerait qu'en général, les entreprises parties à une opération de fusion-acquisition aient du mal à s'intégrer correctement une fois celle-ci réalisée, ce qui engendre des effets contre-productifs<sup>132</sup>. Les différences d'ordre culturel entre les deux entreprises seraient à cet égard une cause importante de la difficulté d'intégration, étant donné que de ces différences découle notamment un manque de synergie entre les parties pourtant indispensable à une meilleure allocation des ressources<sup>133</sup>. L'étude démontre par ailleurs qu'au moins une entreprise a l'habitude de réaliser de telles opérations, au plus le risque de

---

<sup>126</sup> B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 24.

<sup>127</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 4.

<sup>128</sup> J. KENGELBACH, G. KEIENBURG, K. GJERSTAD, J. NIELSEN, D. WALKER, S. WALKER, « From acquiring growth to growing value », *bcg.perspectives*, 12 octobre 2015, disponible sur <https://www.bcgperspectives.com/content/articles/merger-acquisitions-divestitures-from-acquiring-growth-growing-value/>.

<sup>129</sup> *Ibid.*

<sup>130</sup> *Ibid.*

<sup>131</sup> *Ibid.*

<sup>132</sup> *Ibid.*

<sup>133</sup> Voy. à cet égard l'exemple de l'acquisition ratée de Rolm par IBM en 1984 dans P. MILGROM, J. ROBERTS, *Économie, organisation et management*, sous la direction de B. RUFFIEUX, Paris, De Boeck, 1997. La rencontre entre une culture détendue propre à Rolm et la culture plus sérieuse d'IBM couplée à des différences organisationnelles ont finalement poussé IBM à revendre Rolm à Siemens à un prix dérisoire.

destruction de valeur est grand<sup>134</sup>. Il s'agirait donc également d'une simple question d'habitude.

Troisièmement, si l'opération intervient dans un environnement de marché désavantageux, il y a plus de risques qu'elle soit destructrice de valeur, contrairement à ce qui était espéré<sup>135</sup>. Il semblerait selon l'étude qu'une situation de faible croissance économique couplée à une faible volatilité du marché<sup>136</sup> serait idéale pour augmenter les chances de réussite d'une opération de fusion-acquisition<sup>137</sup>. Bien entendu, les circonstances dans lesquelles intervient une opération de fusion-acquisition sont indépendantes de la volonté des entreprises<sup>138</sup>. C'est pourquoi il est important à nos yeux de bien se préparer en définissant une stratégie claire en fonction de l'information récoltée afin de déterminer les risques auxquels s'expose l'entreprise en acquérant une société.

En définitive, la combinaison de l'ensemble de ces facteurs nous conforte dans l'idée que l'information est maîtresse de toute opération de fusion-acquisition. Plus complète sera l'information avant la réalisation de l'opération, mieux préparée sera l'entreprise acquéreuse et plus grandes seront les chances de créer de la richesse. Comme nous l'avons cependant noté, la préparation d'une OPA hostile ne permet pas de disposer de beaucoup d'informations sur la société cible. À ce problème, nous pouvons encore ajouter le manque de liquidités dû à l'importance de l'investissement que peut représenter l'acquisition d'une société et qui peut amener la société acquéreuse à « couper dans le vif » en cédant des actifs importants pour rembourser ses dettes, privant alors les actionnaires d'une source de richesse<sup>139</sup>. Enfin, l'incompétence de certains dirigeants à gérer les imprévus ne fera qu'aggraver la situation<sup>140</sup>.

## § 2. Motivations purement spéculatives de l'acquéreur

Indépendamment des causes inhérentes à certaines opérations réalisées dans des circonstances particulières, les motivations purement spéculatives de la société acquéreuse peuvent à elles seules constituer une cause de destruction de valeur, ou à tout le moins priver la société et ses actionnaires d'une source susceptible de créer de la richesse<sup>141</sup>. Il peut ainsi

---

<sup>134</sup> J. KENGELBACH, G. KEIENBURG, K. GJERSTAD, J. NIELSEN, D. WALKER, S. WALKER, *op. cit.*, disponible sur <https://www.bcgperspectives.com/content/articles/merger-acquisitions-divestitures-from-acquiring-growth-growing-value/>.

<sup>135</sup> *Ibid.*

<sup>136</sup> Cette expression s'entend de la mesure des amplitudes des variations du cours d'un actif financier.

<sup>137</sup> J. KENGELBACH, G. KEIENBURG, K. GJERSTAD, J. NIELSEN, D. WALKER, S. WALKER, *op. cit.*, disponible sur <https://www.bcgperspectives.com/content/articles/merger-acquisitions-divestitures-from-acquiring-growth-growing-value/>.

<sup>138</sup> *Ibid.*

<sup>139</sup> J. ANTOINE, M.-C. CAPIAU-HUART, *op. cit.*, p. 317.

<sup>140</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 4.

<sup>141</sup> J. ANTOINE, M.-C. CAPIAU-HUART, *op. cit.*, p. 311.

être reproché à l'acquéreur d'adopter une vision court-termiste, dans le seul objectif de réaliser des gains financiers instantanés<sup>142</sup>. En particulier, une société peut pratiquer une OPA sur une société possédant des actifs intéressants, mais qui est sous-capitalisée et disposant d'un capital mal contrôlé et ce, dans l'unique objectif de les revendre, en tout ou en partie, afin de rentabiliser l'acquisition et de faire le plein de liquidités<sup>143</sup>. Cette opération, de nature purement financière, est appelée par la doctrine « vente par appartements » en référence au dépeçage dont fait l'objet la société acquise sur ses actifs<sup>144</sup>.

S'il est légitime de considérer que ce genre d'opération spéculative prive l'économie de la source de richesse que constituaient les actifs de la société acquise, il est cependant tout autant spéculatif de considérer que ces actifs allaient être exploités de manière si optimale qu'ils créeraient de la valeur pour la société et donc pour l'économie. D'autant plus que, comme nous l'avons noté, les acquisitions de ce genre se font souvent envers des sociétés sous-capitalisées, ou de manière plus générale mal gérée. C'est donc à juste titre que nous pensons qu'il faille relativiser les conséquences négatives reprochées à ce type d'opération.

### Section 3. Inconvénients d'un régime qui favorise les mesures de défense

Si les OPA sont susceptibles d'avoir des effets contre-productifs tant au niveau des entreprises concernées qu'au niveau de l'économie dans sa globalité, l'usage de mesures de défense peut également s'avérer être destructeur de valeur.

#### *§ 1. Inconvénients liés à l'intervention du conseil d'administration*

Le principal reproche avancé par la Commission pour justifier l'application du principe de passivité du conseil d'administration en période d'offre publique réside dans l'indéniable situation de conflit d'intérêts dans laquelle sont placés les administrateurs et dirigeants de la société cible<sup>145</sup>. En effet, comme nous l'avons dit précédemment, en cas d'OPA hostile, l'acquéreur a très souvent l'intention de remplacer les différents dirigeants de la société cible et ce, afin d'imposer sa politique en son sein. Or, il est difficile d'être forcé de quitter son poste sans résister, *a fortiori* si la rémunération est conséquente et le niveau de pouvoir important. Dès lors, la tentation est grande pour les dirigeants de déployer des moyens de

---

<sup>142</sup> A. JR. PHELPS, « Corporate defenses to takeover bids », *Tulane Law Review*, 1969-1970, vol. 44, Issue 3, p. 517.

<sup>143</sup> J. ANTOINE, M.-C. CAPIAU-HUART, *op. cit.*, p. 311.

<sup>144</sup> *Ibid.*

<sup>145</sup> *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 6 ; W. MAGNUSON, *op. cit.*, p. 210.

défense afin de préserver leur réputation et servir leurs propres intérêts<sup>146</sup>. Cela, sans tenir compte de ceux des actionnaires qui non seulement seront privés d'une plus-value intéressante<sup>147</sup>, mais seront également susceptibles de subir les conséquences financières que génèrent ces mesures si l'offre n'aboutit finalement pas, comme il sera expliqué au point suivant.

Malgré cette réalité, de nombreux États placent toujours le conseil d'administration aux avant-postes pour se défendre contre une OPA. Aux U.S.A. par exemple, la *business judgement rule* octroie une grande autonomie aux dirigeants pour prendre des mesures de défense dans les limites prévues par l'arrêt *Unocal* qui seront exposées plus loin lors de l'analyse du régime américain<sup>148</sup>. La doctrine partisane de cette approche considère en effet que dans un pays caractérisé par un actionnariat très dispersé, le conseil d'administration devrait avoir une vision à long terme pour l'entreprise, en considération de l'ensemble des *stakeholders*, contrairement à la vision court-termiste des nombreux actionnaires<sup>149</sup>. Un autre argument en faveur de cette approche consiste à dire que les mesures de défense constituent un pouvoir de négociation efficace envers l'offrant, permettant ainsi de conclure l'offre à un prix optimal pour les actionnaires<sup>150</sup>. Dans le même ordre d'esprit, il est également considéré que les dirigeants sont les plus à même à connaître la valeur réelle de l'entreprise<sup>151</sup>. Ainsi, ils seraient les mieux placés pour endiguer une offre publique qui, si elle paraît alléchante pour les actionnaires, ne l'est pas pour les dirigeants qui considéreraient le prix proposé trop bas par rapport à la valeur réelle de la société<sup>152</sup>. Enfin, cette autonomie serait justifiée au regard des *fiduciary duties* en vertu desquels les dirigeants doivent agir dans le meilleur intérêt des actionnaires et auxquels la jurisprudence américaine est particulièrement attentive<sup>153</sup>.

Dans l'Union européenne, quelques États, dont la Belgique et dernièrement la France, ont opté pour la même solution que les U.S.A.<sup>154</sup>. D'un État à un autre, l'une ou l'autre solution sera privilégiée en fonction des idéologies dominantes dans ces pays. C'est pourquoi il est difficile de parvenir à un consensus en Europe, encore que la plupart des États ont

---

<sup>146</sup> A. SERETAKIS, « Hostile takeovers and defensive mechanisms in the United Kingdom and the United States : A case against the United State regime », *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 8, Issue 2, Columbus, 2013, p. 269.

<sup>147</sup> W. MAGNUSON, *op. cit.*, p. 210.

<sup>148</sup> A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 273.

<sup>149</sup> *Ibid.*, p. 274.

<sup>150</sup> *Ibid.*, pp. 274-275.

<sup>151</sup> *Ibid.*

<sup>152</sup> *Ibid.*, p. 275.

<sup>153</sup> M. VENTORUZZO, « Europe's Thirteenth Directive and U.S. takeover regulation : regulatory means and political and economic ends », *Texas International Law Journal*, 2006, p. 194.

<sup>154</sup> Pour rappel, la Belgique applique tout de même le principe de passivité dans certains cas prévus par le code des sociétés.

décidé de rendre obligatoire le principe de passivité, ce qui traduit une réelle volonté d'éviter les conflits d'intérêts et les conséquences que cela implique.

## *§ 2. Inconvénients liés à l'usage des mesures de défense en général*

De manière générale, l'utilisation de mesures de défense engendre des coûts qui peuvent être particulièrement désastreux tant pour les actionnaires que pour les différentes parties prenantes<sup>155</sup>. Ainsi, si l'OPA ne parvient pas à son terme du fait de l'usage de mesures de défense, les actionnaires seront non seulement lésés de n'avoir pas pu céder leurs titres à un prix certainement avantageux, mais ils subiront également les conséquences de la mise en œuvre des mesures. Outre des pertes financières directes pour les actionnaires qui peuvent par exemple résulter d'une augmentation de capital via le capital autorisé et sans droit de préférence, entraînant alors une dilution de leur participation dans le capital, certaines « poison pills »<sup>156</sup> sont si nocives pour l'entreprise qu'elles sont susceptibles de la mener à sa perte. Un exemple criant est la défense « Fat Man » qui consiste pour la société cible à acquérir des actifs non rentables et donc peu attractifs, comme des sociétés endettées, afin de désintéresser l'offrant<sup>157</sup>.

De plus, la mise en œuvre de mesures de défense a tendance à accroître l'arriéré judiciaire étant donné que leur usage est susceptible de léser les différentes parties en présence, ce qui constitue également un coût tant pour la société cible que pour la société offrante en litige, ainsi que pour l'économie dans sa globalité<sup>158</sup>.

Il convient également de noter que les entreprises doivent être attentives au caractère irréversible des mesures de défense mises en place. En effet, dans certains contextes, par exemple à l'occasion d'une OPA amicale, ces mesures peuvent avoir des effets contre-productifs dès lors qu'elles ne pourront pas être désactivées<sup>159</sup>. Par exemple, si la société cible est liée par une clause de changement de contrôle au profit d'un tiers, la seule solution consistera à trouver un accord avec le bénéficiaire de cette clause, faute de quoi, l'offre publique ne pourra avoir lieu selon les souhaits des parties<sup>160</sup>.

Les principes de passivité et de neutralisation des restrictions ont donc été proposés par la Commission afin d'éliminer l'impact de ces effets néfastes sur les avantages que procurent

---

<sup>155</sup> A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 276 ; M. PEETZ, «Protecting Shareholders from Themselves How the United Kingdom's 2011 takeover code amendments hit their mark », *Penn State Journal of Law and International Affairs*, Vol. 2, Issue 2, 2013, p. 431.

<sup>156</sup> Jargon anglo-saxon désignant les mesures de défense auxquelles doit faire face le candidat acquéreur.

<sup>157</sup> J. ANTOINE, M.-C. CAPIAU-HUART, *op. cit.*, p. 326.

<sup>158</sup> A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 276 ; A. BRUYNEEL, *op. cit.*, pp. 582-583.

<sup>159</sup> J. MEUNIER, N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 153.

<sup>160</sup> *Ibid.*

les OPA. Si le refus de rendre obligatoires ces principes en droit interne peut sembler égoïste au vu de ces inconvénients, il convient également de pointer du doigt les inconvénients propres aux OPA exposés plus haut. En outre, rappelons que l'usage des restrictions à la cessibilité des titres et au droit de vote est une pratique depuis longtemps répandue qui continue à convaincre les sociétés par leur utilité, et pas seulement en cas d'OPA. Enfin, la crainte de certains États de voir leurs sociétés facilement avalées par de grands groupes multinationaux n'arrange en rien l'objectif d'harmonisation poursuivi par la Commission<sup>161</sup>.

#### Section 4. Conclusion : un équilibre à rechercher

Au final, les OPA présentent un intérêt certain dès lors qu'elles assurent une meilleure allocation du capital et des ressources d'une entreprise en laissant la possibilité aux sociétés les plus compétentes d'en prendre le contrôle, ce qui contribue à la création de richesse au bénéfice tant de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise que de l'économie dans sa globalité<sup>162</sup>. Cette supposition économique très théorique dans le sens où elle n'est vérifiée que dans un environnement économique particulièrement sain<sup>163</sup> est toutefois ébranlée par certains inconvénients dus à un manque de préparation et aux problèmes d'agence régnant dans certaines entreprises, ce dont sont certainement conscients les États membres. Parallèlement à ces inconvénients propres aux OPA, la mise en place et l'usage des mesures de défense peuvent également se montrer nocifs dans certaines circonstances.

Si la Commission a su convaincre les États membres des bienfaits certains que procurent les OPA, les inconvénients sont là pour freiner l'élan communautaire lancé il y a de cela plus de vingt ans. Au fond, le soi-disant échec de l'harmonisation du droit des sociétés européen en matière d'OPA ne résulte peut-être pas tant de l'attitude des États membres que de la position extrême adoptée par la Commission. Il peut en effet être reproché à celle-ci de ne pas assez tenir compte des désavantages et d'être trop aveuglée par la libre circulation des capitaux au sein de l'Union européenne.

---

<sup>161</sup> B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 12.

<sup>162</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 6.

<sup>163</sup> Pour rappel : une situation caractérisée par de nombreux agents, bénéficiant d'une information complète et adoptant tous des comportements rationnels, couplé à une absence de coûts de transaction



## **Chapitre 3. Analyse comparée des régimes relatifs aux mesures de défense**

### Section 1. Nécessité d'une analyse diversifiée

Dans un 21<sup>e</sup> siècle caractérisé par la mondialisation toujours croissante des marchés, il est nécessaire sinon primordial de tenir compte de la position adoptée par les autres États, qu'ils soient membres de l'Union européenne ou non. Dans le cadre de cet exposé, nous exposerons le régime de quatre grandes puissances mondiales à savoir le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne pour l'Union européenne, ainsi que les États-Unis.

Ces États présentent la particularité d'avoir une influence majeure sur la réglementation européenne, quelle qu'elle soit. C'est également vrai pour les États-Unis avec lesquels l'Europe tissent des liens étroits depuis leur indépendance et dont les sociétés sont en concurrence constante avec les groupes européens. Cette concurrence constitue d'ailleurs un facteur déterminant dans le patriotisme économique des États membres envers une réglementation des OPA. Les États choisis présentent par ailleurs des solutions assez variées en matière d'OPA qui contrastent évidemment avec la position de la Commission, ce qui fait tout l'intérêt d'une analyse comparée.

Enfin, il faut rappeler que l'Union européenne ne doit pas être vue comme une entité abstraite qui impose des règles contraignantes à ses membres. Elle est avant tout une union entre plusieurs États, qui ont délibérément choisis de s'unir. C'est pourquoi il est important de se nourrir de l'expérience de chaque membre afin de parvenir à des solutions idéales pour le bien commun de tous. La réglementation des OPA n'échappe pas à ce constat.

### Section 2. Royaume-Uni

L'étude du régime anglais est importante à différents égards. Outre le fait que le Royaume-Uni constitue l'une des plus importantes puissances économiques au niveau mondial, Londres, sa capitale, est un centre financier majeur où de nombreuses grandes entreprises et banques du monde entier sont présentes. La bourse de Londres représente ainsi un des plus grands marchés boursiers au monde.

Depuis déjà bien longtemps, le Royaume-Uni est l'un des principaux promoteurs de l'ouverture des marchés et de la souveraineté des actionnaires en cas d'OPA hostile<sup>164</sup>. En ce qui concerne la réglementation des offres publiques d'acquisition, le Royaume-Uni est un

---

<sup>164</sup> M. PATRONE, « Sour chocolate: The U.K. Takeover Panel's improper reaction to Kraft's acquisition of Cadbury », *International Law & Management Review*, vol. 8, 2011, p. 66.

véritable pionner puisque dès 1929 et l'instauration du *Companies Act*, les opérations d'acquisition de sociétés faisaient l'objet d'un certain contrôle<sup>165</sup>. C'est à la suite de l'affaire *British Aluminium* qui eut lieu en 1958 que des voix se levèrent pour réglementer la conduite des OPA<sup>166</sup>. C'est alors que le *City Code on Takeovers and Merger*, pur produit de *Soft Law*, fut adopté<sup>167</sup>. Vu son expérience en droit des sociétés et en droit financier, le Royaume-Uni dispose d'une très grande influence. Si grande que la Commission européenne s'est directement basée sur son régime des offres publiques d'acquisition pour rédiger la réglementation européenne des OPA<sup>168</sup>.

### § 1. *Le City Code on Takeovers and Mergers*

Au Royaume-Uni, les offres publiques d'acquisition sont réglées par le *City Code on Takeovers and Mergers* (ci-après « *Takeover Code* »). Instauré en 1968, le *Takeover Code* n'avait dans un premier temps pas force de loi, n'étant en fait pas un texte promulgué par le parlement britannique, mais un texte rédigé au sein de la Banque d'Angleterre<sup>169</sup>. Cela ne l'empêchait pourtant pas d'être respecté par les sociétés tombant dans son champ d'application étant donné le risque de voir les banques et les investisseurs institutionnels leur tourner le dos, ce qu'on appelle en pratique le « cold shouldering »<sup>170</sup>. Par après, la section 28 du *Companies Act 2006*, transposant les règles de la directive OPA, conféra force de loi au *Takeover Code*. En conséquence, le *Panel*<sup>171</sup>, l'autorité chargée du respect du *Takeover Code*<sup>172</sup>, s'est vu octroyer le pouvoir d'édicter des règles relatives aux offres publiques d'acquisition en application de l'article 4 de la directive, alors qu'il ne disposait pas d'une compétence de contrôle légalement reconnue jusque-là<sup>173</sup>.

### § 2. *Le régime des moyens de défense anti-OPA.*

À l'instar des États-Unis, le degré de concentration de l'actionnariat au Royaume-Uni est relativement faible. Comme nous l'avons évoqué précédemment, ce modèle présenterait

---

<sup>165</sup> R. PENNINGTON, « Takeover bids in the United Kingdom », *American Journal of Comparative Law*, vol. 17, Issue 2, 1969, p.159.

<sup>166</sup> J. ARMOUR, J. B. JACOBS, C. J. MILHAUPT, « The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework », *Harvard International Law Journal*, vol. 52, 2011, p. 237.

<sup>167</sup> *Ibid.*

<sup>168</sup> M. PATRONE, *op. cit.*, p. 68 ; L.-J. CHEN, « Defensive measures in case of takeover under German Takeover Act and Delaware Corporate Law », *National Taiwan University Law Review*, vol. 2, Issue 2, 2007, p. 101 ; P. MARTEL, « Les mesures anti-OPA en Europe », p. 10, disponible sur [http://www.groupe.finances.gouv.qc.ca/GTPEQ/.../Paul\\_Martel\\_Europe.pdf](http://www.groupe.finances.gouv.qc.ca/GTPEQ/.../Paul_Martel_Europe.pdf).

<sup>169</sup> P. MARTEL, *op. cit.*, p. 9

<sup>170</sup> *Ibid.* ; R. PENNINGTON, *op. cit.*, p.193.

<sup>171</sup> Alors que le *Panel* s'occupe spécifiquement de veiller au respect du *Takeover Code*, la *Financial Conduct Authority* (FCA) est l'autorité chargée de surveiller les marchés financiers.

<sup>172</sup> *City Code on Takeovers and Mergers*, Section A7.

<sup>173</sup> *Companies Act 2006*, section 28, article 942 et 943.

l'avantage, selon une grande partie de la doctrine, de conférer au marché lui-même le pouvoir de discipliner les dirigeants dans le sens des intérêts de la société et des actionnaires<sup>174</sup>. Malgré ce point commun entre l'actionnariat américain et britannique, l'approche adoptée pour réguler l'usage des mesures de défense est totalement différente.

## 2.1. Principe de passivité

Suite à l'affaire *British Aluminium* durant laquelle il a été reproché aux dirigeants de ne pas requérir l'approbation de l'assemblée générale pour des décisions affectant le contrôle de l'entreprise, comme la décision d'octroyer des titres représentatifs du capital à un tiers<sup>175</sup>, le principe de passivité du conseil d'administration en période d'OPA fut consacré par le *Takeover Code* en son article 21.1. Ainsi, « durant la période d'offre, ou même avant la date de l'offre si le conseil de la société visée a des raisons de croire qu'une offre sérieuse pourrait être imminente, le conseil d'administration ne peut, sans l'approbation de l'assemblée générale, (a) prendre aucune mesure ayant pour effet de porter atteinte à l'offre ou qui empêchent les actionnaires de se prononcer sur les mérites de celle-ci ; ou (b) (i) émettre des actions ou transférer ou vendre, ou accepter de transférer ou de vendre, des actions via le capital autorisé ou effectuer le rachat ou l'achat par la société de ses propres actions, (ii) émettre ou octroyer des options à l'égard des parts non émises, (iii) de créer ou d'émettre, ou permettre la création ou l'émission de tous titres comportant des droits de conversion ou de souscription d'actions, (iv) vendre, céder ou acquérir, ou accepter de vendre, de céder ou d'acquérir, des actifs d'un montant important, (v) conclure des contrats autrement que dans le cours normal des affaires »<sup>176</sup>.

L'article 21.1 prévoit donc deux catégories d'interdiction dans le chef du conseil d'administration. L'une de portée générale, qui concerne directement l'offre et visant toutes actions susceptibles de la faire échouer ou réalisées sans l'approbation de l'assemblée générale. L'autre, plus précise, qui liste différentes actions spécifiques portant sur les titres ou les actifs de la société visée que le conseil d'administration pourrait mettre en œuvre pour contrecarrer l'offre. En définitive, le rôle du conseil d'administration se limite à tenir informés les actionnaires et d'émettre un avis sur l'offre, ainsi que de continuer à travailler dans le cours normal des affaires<sup>177</sup>. C'est donc à l'assemblée générale que revient la décision de juger de l'opportunité d'accepter l'offre aux conditions proposées.

---

<sup>174</sup> J., ARMOUR, D. A. Jr., SKEEL, « Who writes the rules for hostile takeovers, and why - Divergence of U.S. and U.K. takeover regulation », *op.cit.*, p. 58.

<sup>175</sup> J. ARMOUR, J. B. JACOBS, C. J. MILHAUPT, *op. cit.*, p. 235.

<sup>176</sup> Rule 21.1, section I16, City Code on Takeovers and Mergers.

<sup>177</sup> M. PATRONE, *op. cit.*, p. 68.

## 2.2. Principe de neutralisation des restrictions

En ce qui concerne le principe de neutralisation des restrictions consacré à l'article 11 de la directive OPA, le Royaume-Uni a décidé de faire usage de la faculté *d'opt-out* afin de ne pas le rendre obligatoire, suivant ainsi la majorité des Etats membres<sup>178</sup>. En conséquence, le *Takeover Code* n'interdit que les mesures de défense mises en place pendant la période d'offre par le conseil d'administration (les *post-bid defenses* ou mesures défensives), les mesures de défense mises en place dans les statuts ou dans des accords contractuels avec les actionnaires (les *pre-bid defenses* ou mesures préventives) n'étant pas obligatoirement soumises au principe de neutralisation des restrictions<sup>179</sup>. Ces dernières ne sont limitées que par les *fiduciary duties* en vertu desquels les dirigeants doivent agir dans le meilleur intérêt de la société<sup>180</sup>. Cependant, en matière de défense anti-OPA, cette règle ne se montre pas très efficace. D'une part, la loi reste aujourd'hui incomplète sur ce sujet étant donné qu'aucun cas n'a été porté devant les cours<sup>181</sup>. D'autre part, cette règle ne s'applique qu'à l'égard de la société en tant que telle et non directement envers les actionnaires, qui n'auront d'autres choix pour obtenir une éventuelle réparation que de passer par une lourde procédure prévue par le *Companies Act 2006* aux articles 261 à 263<sup>182</sup>.

## 2.3. Principe de réciprocité

Quant à la règle de réciprocité instaurée par la directive OPA à l'article 12, § 3, elle n'a pas non plus été transposée pour rester dans la continuité du régime antérieur qui impose une passivité sans exception du conseil d'administration<sup>183</sup>.

### *§ 3. L'affaire Cadbury : évolutions*

Jusqu'en 2010, le principe de passivité du conseil d'administration n'a jamais été mis en doute par une quelconque décision de justice ou une règle législative. Les changements apportés au *Takeover Code* suite à l'affaire de l'offre publique d'acquisition du géant de la nourriture Kraft sur la société anglaise de confiserie Cadbury, dans un premier temps hostile, mais devenu amicale par la suite, nous amènent toutefois à remettre en question la sévérité du régime anglais et la fidélité du Royaume-Uni envers une réglementation facilitant la réalisation des OPA.

---

<sup>178</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, p. 12.

<sup>179</sup> A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 259.

<sup>180</sup> *Ibid.*

<sup>181</sup> *Ibid.*, p. 260.

<sup>182</sup> *Ibid.*, p. 260.

<sup>183</sup> *Ibid.*

L'opinion publique fut tellement affectée par ce rachat que, sous la pression, un comité pour la révision du *Takeover Code* fut nommé pour proposer au *Takeover Panel* des modifications conformes à la volonté de la population de mieux protéger les sociétés anglaises et leurs employés contre les OPA hostiles lancées par des sociétés étrangères, dont la réalisation est largement facilitée par un actionnariat court-termiste très répandu au Royaume-Uni<sup>184</sup>. Ainsi, dans l'objectif de rééquilibrer les forces entre le candidat acquéreur et la société cible, le *Panel* apporta certaines modifications qui depuis lors ont été légalement intégrées au *Takeover Code*.

L'une d'elle, la plus importante, consiste à régler les problèmes inhérents à l'« offre virtuelle » (*virtual bid*), un terme qui désigne la période commençant après l'annonce d'une potentielle OPA, mais avant qu'une offre sérieuse n'ait été proposée<sup>185</sup>. Il était considéré qu'avant la modification du *Takeover Code*, cette période était susceptible d'être trop longue, ce qui pouvait avoir pour effet de placer la société cible en situation « d'état de siège » et dès lors la désintéresser du cours normal de ces affaires<sup>186</sup>. Le *Takeover Panel* remédia à ce problème en imposant un délai de vingt-huit jours commençant à partir des premières rumeurs d'une OPA et au terme duquel le potentiel acquéreur doit avoir communiqué son intention de procéder à une OPA sur la société cible ou à y renoncer<sup>187</sup>. Dans ce dernier cas, il sera interdit à celui-ci, pendant six mois, d'effectuer certaines opérations expressément prévues par le *Takeover Code* envers la société cible, notamment une offre publique d'acquisition sérieuse ou simplement l'annonce d'une éventuelle OPA<sup>188</sup>. Cette nouvelle règle vient ainsi renforcer la règle bien connue du *put up or shut up*, selon laquelle il est requis d'un éventuel candidat acquéreur de clarifier ses intentions quant à une éventuelle offre d'achat des titres d'une société<sup>189</sup>.

Outre cette règle, une autre modification d'envergure mérite également d'être citée étant donné que, couplée à la règle des vingt-huit jours, elle est susceptible d'avoir des conséquences sur la volonté des sociétés à se lancer dans une OPA<sup>190</sup>. Ainsi, le *Announcing All Bidders Requirement*, consacré à l'article 2.4 (a) du *Takeover Code*, oblige les sociétés cibles à annoncer publiquement, pendant la période d'offre, le nom de tous les autres candidats acquéreurs potentiels<sup>191</sup>. Dès lors, si d'autres acquéreurs potentiels préparaient une offre dans le plus grand des secrets, la révélation publique de leur nom les pousse à devoir

<sup>184</sup> J. ARMOUR, J. B. JACOBS, C. J. MILHAUPT, *op. cit.*, pp. 238-239.

<sup>185</sup> M. PEETZ, *op. cit.*, p. 417.

<sup>186</sup> *Ibid.*, pp. 417-418 ; M. PATRONE, *op. cit.*, p. 75.

<sup>187</sup> Rule 2.6 (a), section D9, City Code on Takeovers and Mergers.

<sup>188</sup> Rule 2.8, Section D13, City Code on Takeovers and Mergers.

<sup>189</sup> M. PEETZ, *op. cit.*, p. 420.

<sup>190</sup> Cette crainte est cependant remise en cause par les chiffres de ces dernières années qui attestent de la stabilité de la réalisation des OPA, M. PEETZ, *op. cit.*, p. 422.

<sup>191</sup> Rule 2.4 (a), section D5, City Code on Takeovers and Mergers.

respecter la règle des vingt-huit jours, les obligeant peut-être à se décider dans la précipitation<sup>192</sup>.

Des voix se sont élevées à l'encontre de ces nouvelles règles reprochant que celles-ci diminueraient la concurrence entre les sociétés sur le marché de l'acquisition de sociétés, créant ainsi un « uneven playing field » (des conditions de jeu inégales) étant donné les différences de préparation de l'OPA entre les candidats<sup>193</sup>. Il a également été reproché au *Panel* d'avoir cédé à la pression et de proposer ces règles qui ont pour objectif de mieux sauvegarder la société cible et ses employés, alors que le *Takeover Code* a essentiellement pour objet la protection des actionnaires<sup>194</sup>. À cet égard d'ailleurs, les modifications apportées iraient à l'encontre de la protection des actionnaires. D'une part, la règle des vingt-huit jours dissuaderait les acquéreurs potentiels, mis sous pression, de proposer un prix qui est en théorie intéressant pour les actionnaires puisque nécessairement supérieur au cours de bourse<sup>195</sup>. D'autre part, en ce qui concerne plus précisément la passivité du conseil d'administration, il peut être reproché au *Announcing All Bidders Requirement* de donner une opportunité à celui-ci d'avorter l'offre en provoquant le lancement du délai des vingt-huit jours<sup>196</sup>. Ces règles seraient donc contraires à l'esprit original du droit anglais des OPA et par conséquent, du droit européen qui en est largement inspiré.

Il y a lieu toutefois de tempérer ces critiques au vu tout d'abord des autres modifications apportées qui favorisent directement les actionnaires en les protégeant de certains abus et ensuite au vu du rapport sur les effets des modifications sur le marché des OPA, publié un an après la révision. Premièrement, l'interdiction des *deal protection measures and inducement fees*<sup>197</sup>, qui, sans entrer dans les détails, sont des arrangements contractuels entre l'offrant et la cible qui garantissent au premier la poursuite de l'offre<sup>198</sup>, permet désormais aux actionnaires de la société cible de se voir proposer des contre-offres plus intéressantes sans être tenus par ces éventuels arrangements<sup>199</sup>. Deuxièmement, le rapport précité se montre globalement satisfait des amendements apportés au *Takeover Code* étant donné que le marché des fusions-acquisitions n'a pas diminué en intensité durant l'année qui a suivi la révision<sup>200</sup>. De plus, la

---

<sup>192</sup> M. PEETZ, *op. cit.*, p. 419.

<sup>193</sup> *Ibid.*, p. 421.

<sup>194</sup> M. PATRONE, *op. cit.*, p. 73.

<sup>195</sup> *Ibid.*, p. 77.

<sup>196</sup> *Ibid.*, p. 76.

<sup>197</sup> Rule 21.2, section I19, City Code on Takeovers and Mergers.

<sup>198</sup> Voy. à ce sujet M. PATRONE, *op. cit.*, pp. 79-82 ; A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 268 ; K. J. HOPT, « Takeover defenses in Europe : a comparative, theoretical and policy analysis », *Columbia Journal of European Law*, vol. 20, Issue 3, 2014, pp. 275-276 ; A. SAULSBURY, « The availability of takeover defenses and deal protection devices for anglo-american target companies », *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 37, 2012, pp.154-155.

<sup>199</sup> A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 268.

<sup>200</sup> M. PEETZ, *op. cit.*, p. 422 ; The takeover panel code Committee, « Review of the 2011 amendments to the takeover code », disponible sur <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2012/01/2012-8.pdf>.

protection des actionnaires a été améliorée grâce à l'amélioration de l'information durant la période précédant l'offre<sup>201</sup>.

Si l'on pouvait penser à l'époque que, sous la pression de l'opinion publique, le *Panel* allait modifier le *Takeover Code* dans un sens qui octroierait plus de pouvoirs aux dirigeants face à une OPA hostile, celui-ci s'est contenté d'un assouplissement en finesse, au profit d'une meilleure information des actionnaires<sup>202</sup>. Quant au principe de passivité, le Royaume-Uni y reste invariablement fidèle, conscient du coût que peuvent engendrer les mesures de défense, ainsi qu'il a été démontré précédemment<sup>203</sup>. Il n'en reste pas moins que, comme ce fut le cas pour la France, le risque de voir une nouvelle acquisition retentissante bousculer le semblant d'harmonisation du droit des OPA dans l'Union européenne reste présent.

### Section 3. France

État membre de l'Union européenne dès sa création, la France a indéniablement une influence majeure quant à la politique du marché unique. C'est par la loi du 31 mars 2006 que la directive OPA fut transposée dans la législation française, dans le code de commerce plus précisément. L'autorité chargée du contrôle des marchés financiers, et donc des offres publiques d'acquisition comme le requiert la directive OPA est l'Autorité des marchés financiers (l'AMF).

Bonne élève au début, nous verrons toutefois que la France a fait un pas en arrière en matière de mesures de défense en adoptant la loi Florange, s'éloignant alors de l'objectif d'harmonisation du droit des OPA. Nous commencerons par exposer le régime des mesures de défense en vigueur avant l'adoption de cette loi, pour ensuite nous intéresser aux modifications qui y ont été apportées.

#### *§ 1. Le régime des moyens de défense anti-OPA.*

##### 1.1. Principe de passivité

Bien avant que la directive OPA ne soit adoptée, la France appliquait déjà le principe de passivité du conseil d'administration, suivant ainsi la pratique anglaise<sup>204</sup>. Suite à la directive, le principe de passivité fut transposé dans le code de commerce par l'insertion de l'article

---

<sup>201</sup> The takeover panel code Committee, *op. cit.*, pp. 15-16, disponible sur <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2012/01/2012-8.pdf>.

<sup>202</sup> M. PEETZ, *op. cit.*, p. 445.

<sup>203</sup> *Ibid.*, pp. 431-432.

<sup>204</sup> G. FERRARINI, G. P. MILLER, « A Simple Theory of Takeover Regulation », *Cornell International Law Journal*, vol. 42, issue 3, 2009, p. 317 ; K. J. HOPT, *op. cit.*, p. 258.

L233-32<sup>205</sup>. Ainsi, l'approbation de l'assemblée générale continuait à être requise pour que les dirigeants des sociétés dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé puissent prendre des mesures de défense anti-OPA. La seule exception à cette règle était possible en vertu du principe de réciprocité de l'article 12, § 3 de la directive que le législateur français décida de transposer. Celui-ci permettait alors aux dirigeants des sociétés soumises à l'article L233-32 de faire fi de la passivité et de prendre des mesures de défense en cas d'OPA hostile d'une société étrangère non soumise au respect du principe de passivité ou à toute autre règle équivalente<sup>206</sup>. Dans ce cas, les actionnaires gardaient toutefois un certain contrôle étant donné que les mesures de défense devaient avoir été expressément approuvées pour l'hypothèse d'une offre publique dans les dix-huit mois ayant précédés le jour du dépôt de l'offre<sup>207</sup>. Les dirigeants n'avaient donc pratiquement aucun pouvoir en matière de défense anti-OPA, l'assemblée générale devant obligatoirement intervenir en toutes hypothèses.

## 1.2. Principe de neutralisation des restrictions

En revanche, sur recommandation du Groupe de travail chargé de rédiger un rapport sur la transposition de la directive OPA, le législateur français imita la majorité des États membres en ne rendant pas obligatoire le principe de neutralisation des restrictions, estimant que son application limiterait fortement la liberté contractuelle<sup>208</sup>. Le Groupe considérait en effet, d'une part, que ce principe était trop rigide et sujet à des difficultés d'interprétation, et d'autre part, que « le droit français, qui allie flexibilité contractuelle et transparence des pactes d'actionnaires constitue un équilibre préférable : la flexibilité facilite un fonctionnement efficace de l'économie tandis que la transparence permet aux investisseurs de faire pression pour promouvoir, le cas échéant, les principes posés par l'article 11 »<sup>209</sup>. Le droit français dispose effectivement d'un régime de transparence obligeant les sociétés à publier les pactes d'actionnaires, ce qui permet aux acquéreurs potentiels de savoir s'ils seront freinés dans le processus d'acquisition<sup>210</sup>. Conformément à la directive OPA, le législateur laisse la possibilité aux sociétés cotées de rendre obligatoire via ses statuts le principe de neutralisation des restrictions<sup>211</sup>.

Il y a lieu toutefois de noter que le code de commerce prévoit en son article L233-34 que « sauf lorsqu'elles résultent d'une obligation législative, les clauses des statuts d'une

---

<sup>205</sup> Article L233-32, § 1 ancien, Code de commerce.

<sup>206</sup> Article L233-33, § 1 ancien, Code de commerce.

<sup>207</sup> Article L233-33 ancien, Code de commerce.

<sup>208</sup> J-F. LEPETIT, *op. cit.*, p. 10, disponible à l'adresse <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/054000470/index.shtml>.

<sup>209</sup> *Ibid.*, pp. 10-11.

<sup>210</sup> J-F. LEPETIT, *op. cit.*, p. 10, disponible à l'adresse <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/054000470/index.shtml>.

<sup>211</sup> Art. L233-34 à 40, Code de commerce.

société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé prévoyant des restrictions statutaires au transfert d'actions de la société sont inopposables à l'auteur d'une offre publique pour les titres qui lui seraient apportés dans le cadre de son offre »<sup>212</sup>. Le législateur a donc décidé de faire une application partielle du principe de neutralisation pour le cas précis des restrictions statutaires à la cessibilité des titres en période d'offre<sup>213</sup>. En outre, en vertu du code de commerce, les clauses d'agrément sont interdites dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé<sup>214</sup>.

Dès lors, quand bien même le législateur français a décidé de ne pas rendre obligatoire le principe de neutralisation de l'ensemble des restrictions au droit de vote et à la cessibilité des titres, le régime français est fait pour limiter dans une certaine mesure les restrictions à la cessibilité des titres dans les sociétés cotées. Ce genre de régime est également rencontré en droit belge dans le code des sociétés, comme évoqué précédemment.

## § 2. La loi « Florange » du 29 mars 2014 : un virage à 180 degrés

La loi dite « Florange » promulguée le 29 mars 2014, du nom d'un site de hauts-fourneaux français qui, comme tant d'autres, a dû fermer ses portes, a pour principal objectif l'amélioration de l'emploi en France en visant à « reconquérir l'économie réelle »<sup>215</sup>, notamment en privilégiant l'actionnariat de long terme<sup>216</sup>. En conséquence, le législateur français écarta le principe de passivité au profit d'un régime autorisant le conseil d'administration ou le directoire<sup>217</sup> à faire usage de mesures de défense anti-OPA en période d'offre. L'objectif est de rendre plus difficile les prises de contrôle par des sociétés étrangères, qualifiées de « nocives pour l'emploi et le développement de notre industrie »<sup>218</sup> par les députés socialistes<sup>219</sup>.

Outre cette modification quant au principe de passivité, le législateur français a généralisé l'octroi automatique de droits de vote double pour les actions nominatives détenues depuis deux ans dans les sociétés cotées, sauf aux statuts à conserver la règle « une action, une

---

<sup>212</sup> Art. L233-34, Code de commerce.

<sup>213</sup> Notons qu'il s'agit en fait de la consécration législative d'un principe prévu par le règlement général de l'AMF à l'article 231-5, livre II, Titre 3.

<sup>214</sup> Art. L228-23, Code de commerce.

<sup>215</sup> Intitulé de la loi.

<sup>216</sup> Titre 3 de la loi du 29 mars 2014.

<sup>217</sup> En France, les sociétés anonymes peuvent prendre la forme d'une société composée d'un directoire, chargé de la gestion, et d'un conseil de surveillance, chargé du contrôle du directoire, à l'image du système de cogestion allemand.

<sup>218</sup> Commission des affaires économiques, « Proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel », *Rapport*, 17 juillet 2013, p. 26.

<sup>219</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 9.

voix », afin d'encourager l'investissement à long terme<sup>220</sup>. Cette mesure, si les sociétés cotées en profitent, risque en fait de renforcer le pouvoir des actionnaires majoritaires étant entendu que, *a priori*, ce sont les seuls à bien vouloir mettre un nom sur leurs titres, alors que les autres, notamment les minoritaires, y seront plutôt réticents dans un souci de flexibilité<sup>221</sup>. Dès lors, il est à craindre que l'influence des majoritaires dans le cadre des OPA n'en soit que plus importante, au détriment peut-être des intérêts des minoritaires que le droit européen entend protéger<sup>222</sup>.

Il est étonnant de constater qu'un État qui est resté longtemps attaché au principe de passivité du conseil d'administration puisse si sèchement changer de position en donnant expressément tout pouvoir au conseil d'administration des sociétés cotées, se dotant ainsi « du droit des offres publiques le plus rigoureux d'Europe »<sup>223</sup>. L'article L233-32 du code de commerce voit dès lors la règle de passivité sauter d'une case pour se loger, en qualité d'exception et non plus en qualité de principe, dans l'article L233-33. Le nouvel article L233-32 proclame actuellement que, pendant la période d'offre, « le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée, peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société »<sup>224</sup>. Le principe de passivité peut toutefois être volontairement appliqué conformément au droit européen.

Ce changement assez radical de réglementation a des conséquences sur l'équilibre entre les intérêts des *stakeholders* que la directive OPA entend protéger<sup>225</sup>. En particulier, les intérêts des actionnaires, surtout en ce qui concerne les minoritaires, s'en trouvent affectés dès lors qu'ils ne sont plus maîtres de la suite à donner à une offre qui les concerne directement, ce qui comporte le risque d'être privés de l'opportunité de céder leurs titres<sup>226</sup>. De plus, le coût des mesures anti-OPA peut être relativement élevé à leur égard comme il a été expliqué dans la section traitant des inconvénients liés à l'usage des mesures de défense. Vis-à-vis de la société en tant que telle, l'abandon du principe de passivité fait resurgir la problématique du conflit d'intérêts dans le chef des dirigeants en période d'OPA<sup>227</sup>. Nous avons vu

---

<sup>220</sup> V. DE BEAUFORT, *op. cit.*, p. 24.

<sup>221</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 27.

<sup>222</sup> *Ibid.*

<sup>223</sup> Y. LE GALÈS, « La loi Florange porte atteinte à l'attractivité de la France », Le Figaro blog, 19 décembre 2013, disponible à l'adresse <http://blog.lefigaro.fr/legales/2013/12/reforme-des-opa.html>.

<sup>224</sup> Article L233-32, code de commerce.

<sup>225</sup> La directive OPA entend en effet protéger « l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi » (article 9, §5), notamment grâce à un régime qui mise sur l'information par les dirigeants de l'entreprise des parties prenantes, C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 19.

<sup>226</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 20.

<sup>227</sup> *Ibid.*, p. 21.

précédemment que cette situation est susceptible d'avoir des effets contre-productifs pour l'entreprise.

Enfin, d'une manière plus générale, l'adoption d'une réglementation permissive comporte le risque de rendre les marchés financiers français moins attractifs sur le plan international, de telle sorte que la croissance économique est susceptible d'en être affectée<sup>228</sup>. Il est vrai qu'un système qui autorise expressément le conseil d'administration à prendre des mesures de défense a, *a priori*, plutôt pour effet d'éloigner les capitaux étrangers de ce système, contrairement à des États qui ont adopté le principe de passivité<sup>229</sup>. À titre de comparaison, les pays baltes, qui ont une approche assez libérale en matière d'OPA, attirent les capitaux russes, notamment du fait de la passivité du conseil d'administration et de la neutralisation des restrictions<sup>230</sup>.

### § 3. Un non-événement ?

Le revirement de la politique française quant au principe de passivité du conseil d'administration place la France dans le protectionnisme le plus complet en ce qui concerne les OPA hostiles. Nous pouvons même arguer que le droit français est devenu plus protectionniste que le droit américain, pourtant considéré comme octroyant une grande marge de manœuvre aux dirigeants, puisque ce dernier dispose tout de même de certains outils qui limitent le pouvoir des dirigeants, ou du moins qui les dissuadent d'en faire usage, comme nous allons le voir.

D'aucuns diront cependant que la loi Florange ne changera pas substantiellement le paysage des marchés financiers dans le sens où la pratique des OPA telles qu'elle était avant l'entrée en vigueur de la nouvelle loi restera toujours la même après. Il est vrai que dans un pays caractérisé par une concentration de l'actionnariat assez forte, les actionnaires majoritaires auront toujours assez d'influence sur les dirigeants pour imposer leur volonté de contrer l'offre ou de négocier avec l'offrant afin de parvenir à un prix qui leur convient le mieux<sup>231</sup>. D'ailleurs, certaines sociétés du CAC40 ont expressément déclaré qu'elles s'opposaient à la loi Florange et qu'elles resteront fidèles au principe de passivité<sup>232</sup>. Toutefois, un revirement législatif qui autorise de manière expresse les dirigeants à prendre des mesures de défense n'est pas anodin. Du point de vue de l'harmonisation du droit

---

<sup>228</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, pp. 10-11.

<sup>229</sup> *Ibid.*

<sup>230</sup> V. DE BEAUFORT, *op.cit.*, p. 7.

<sup>231</sup> Voy. notamment à ce sujet l'article de I. MACELHONE et B. BAHEU-DERRAS, « La loi Florange manque sa cible sur les offres publiques », *Agefi Hebdo*, 27/02/2014, disponible sur <http://www.agefi.fr/corporate/actualites/hebdo/20151210/loi-florange-manque-cible-offres-publiques-151252>.

<sup>232</sup> V. DE BEAUFORT, *op. cit.*, p. 28.

européen des sociétés, il s'agit d'un coup dur étant donné la position de la France sur la scène européenne.

Seul l'avenir pourra nous dévoiler s'il s'agit d'un non-événement ou si ce changement aura des conséquences tout d'abord sur les marchés financiers français, et ensuite sur la législation des autres États membres, imitant la France pour les mêmes raisons de la préservation de l'emploi et de l'actionnariat « réel ». Avec la montée du nationalisme et du populisme dans de nombreux États, il est à craindre que l'Union européenne soit amenée à vivre de sombres années, voyant ses membres se refermer sur eux-mêmes.

#### Section 4. Allemagne

En matière d'OPA, l'Allemagne constitue un cas particulier intéressant à analyser étant donné l'influence du pays sur le plan européen. Particulier car, comme nous allons le voir, la structure de l'actionnariat et de la direction des sociétés de capitaux allemandes se distingue assez fort de celle des autres États, ce qui n'est pas sans conséquence dans l'hypothèse d'une OPA. Nous verrons également que l'approche allemande en matière d'OPA rend relativement aisée la prise de mesures de défense par le conseil de gestion.

##### *§ 1. Un État protégé des OPA hostiles*

Jusqu'en 2000, l'Allemagne ne connaissait pas de régime légal prévoyant des règles contraignantes en matière d'OPA, ce qui explique notamment pourquoi elle n'était pas favorable à la directive à l'époque où les discussions étaient vives<sup>233</sup>. Il existait cependant un instrument de *soft law* réglementant le déroulement des offres publiques d'acquisition que les sociétés pouvaient appliquer : le *Übernahmekodex*. Les raisons qui expliquent cette situation sont multiples.

Tout d'abord, l'actionnariat des sociétés cotées en Allemagne est hautement concentré. Plus un actionnaire ou groupe d'actionnaires dispose d'une part importante dans le capital de la société, plus l'avenir de celle-ci dépend des intentions de ce ou ces actionnaires. Une société dont 51% du capital appartient à un actionnaire de contrôle sera ainsi dans tous les cas protégée d'une acquisition si cet actionnaire n'a pas l'intention de vendre ses titres pour garder son contrôle, même à un prix avantageux. En Allemagne, la structure de l'actionnariat des grandes sociétés est généralement de deux sortes. D'une part il existe encore de nombreuses entreprises dont l'actionnariat est composé majoritairement de personnes

---

<sup>233</sup> P. ROGERS, C. ALTVATER, « How to defend a hostile takeover bid in Germany », *International Financial Law Review*, vol. 17, issue 2, 1998, p. 24.

appartenant à une même famille, comme c'est le cas de BMW<sup>234</sup> ou encore de Porsche<sup>235</sup>. D'autre part, nombreuses sont les sociétés cotées qui sont entre les mains de grandes banques disposant de participations importantes à long terme dans les sociétés clientes afin de stabiliser leurs flux de revenus et d'encourager les dépôts et les prêts d'affaires de celles-ci<sup>236</sup>. Ces deux genres d'actionnaires ont évidemment des objectifs bien différents de ceux de l'actionnaire lambda dont l'intérêt pour la société en question ne s'arrête bien souvent qu'à la perception d'un dividende et à la réalisation d'une plus-value satisfaisante.

Ensuite, l'Allemagne s'est dotée d'un système de « codétermination », promulgué par le *Codetermination Act* en 1976, selon lequel le conseil de supervision<sup>237</sup> (*Aufsichtsrat*) de toute société de capitaux employant au moins 2000 travailleurs doit être composé pour moitié de représentants élus par l'assemblée générale et pour moitié de représentants élus par les travailleurs<sup>238</sup>. Le conseil de supervision étant en charge de nommer le conseil de gestion (*Vorstand*) et de le surveiller, il est clair que l'intérêt des travailleurs à voir l'entreprise perdurer se fait ressentir lorsque le conseil de gestion doit se positionner quant à une OPA lancée sur la société<sup>239</sup>. D'autant plus que les dirigeants des sociétés allemandes sont toujours censés agir dans le meilleur intérêt de celles-ci, en l'occurrence celui des *stakeholders*<sup>240</sup>.

En définitive, il apparaît moins évident pour une société intéressée par l'acquisition d'une société cotée allemande de réussir une OPA étant donné la réticence tout d'abord d'une partie significative du conseil de supervision, à savoir les représentants des travailleurs, et ensuite d'une part importante de l'actionnariat en question, qu'il s'agisse d'actionnaires parents, de banques ou tout simplement d'actionnaires majoritaires.

## § 2. Réglementation

En 2000, l'offre publique d'acquisition hostile lancée par la société anglaise de télécommunication Vodafone sur la société allemande Mannesmann, fondée en 1890, fut un coup dur pour l'Allemagne qui vit l'un de ses plus gros groupes passé sous pavillon anglais. Le gouvernement fédéral allemand ne resta pas indifférent à cette acquisition et décida qu'il

<sup>234</sup> La famille Quandt, fondatrice de l'entreprise BMW, détient actuellement 46,8% des titres.

<sup>235</sup> L.-J. CHEN, *op. cit.*, p. 97

<sup>236</sup> *Ibid.* ; P. ROGERS, C. ALTVATER, *op. cit.*, p. 26.

<sup>237</sup> La structure de la direction des sociétés allemandes est basée sur le modèle de cogestion. Il y a donc deux organes différents, le conseil de gestion chargé de la gestion des affaires de l'entreprise et le conseil de supervision chargé de la surveillance du conseil de gestion.

<sup>238</sup> §1, Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer, 4 mai 1976, *Bundesgesetzblatt IS. 1153*.

<sup>239</sup> L.-J. CHEN, *op. cit.*, p. 99 ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 202.

<sup>240</sup> C'est en effet l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes, dont les travailleurs et les créanciers notamment, qui doit être pris en compte lors de la prise de décision, ainsi qu'il est reconnu en Allemagne : A. ZWECKER, « The UE takeover directive : eight years later, implementation but still no harmonization among member states on acceptable takeover defenses », *Tulane Journal of International and Comparative Law*, vol. 21, n°1, New-Orleans, 2012, p. 248.

était temps de prévoir un cadre réglementaire clair en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition<sup>241</sup>. C'est ainsi que fut promulgué le *Wertpapiererwerbs-und-Übernahmegesetz* (dit le WpÜG) le 20 décembre 2001.

## 2.1. Principe de passivité

En vertu de l'article 33 du WpÜG, après la publication de la décision de lancement d'offre, le conseil de gestion ne peut prendre aucune décision qui serait susceptible de faire échouer l'offre, excepté les mesures qu'un dirigeant prudent et diligent d'une société non visée par une offre aurait prises, la recherche d'une offre concurrente, ou les actes approuvées par le conseil de surveillance de la société cible<sup>242</sup>. De plus, le conseil de gestion pourra prendre toutes les mesures tombant normalement dans la compétence de l'assemblée générale et ayant pour objet la prévention des offres publiques d'acquisition qui auront préalablement été spécifiées et approuvées par cette dernière, dans les dix-huit mois précédant la publication de l'offre, sans préjudice toutefois de la compétence du conseil de supervision<sup>243</sup>. Ce dernier est en effet également compétent pour approuver la décision du conseil de gestion de faire usage de mesures de défense si ces mesures ne tombent pas dans le champ de compétence de l'assemblée générale<sup>244</sup>.

En résumé, si le conseil de supervision ou l'assemblée générale lui autorise, le conseil de gestion peut faire échouer l'offre. Vu l'intérêt des majoritaires et des travailleurs représentés au conseil de supervision à voir la société persister, il est clair que ceux-ci devraient plutôt avoir tendance à octroyer au conseil de gestion le pouvoir de prendre des mesures de défense. En-dehors de cette hypothèse, il est autorisé à rechercher une offre concurrente, le plus souvent auprès d'un « chevalier blanc »<sup>245</sup>. Pour le reste, il devra justifier la prise de mesures de défense au regard du critère du dirigeant prudent et diligent d'une société non visée par une offre.

Force est de constater que, malgré une apparente application du principe de passivité, le gouvernement allemand a voulu laisser une marge de manœuvre relativement importante au conseil de gestion pour prendre des mesures de défense<sup>246</sup>. Par ailleurs, quand bien même les mesures envisagées ne rentrent pas dans les exceptions prévues par l'article 33, la

---

<sup>241</sup> L.-J. CHEN, *op. cit.*, p. 101.

<sup>242</sup> Art. 33, § 1, *Wertpapiererwerbs-und-Übernahmegesetz*, 20 décembre 2001.

<sup>243</sup> Art. 33, §2.

<sup>244</sup> D. WEBER-RAY, « Germany takes lead on takeover law », *International Financial Law Review*, vol. 21, Issue 3, 2002, p. 14.

<sup>245</sup> D. WEBER-RAY, *op. cit.*, p. 14.

<sup>246</sup> *Ibid.*

concentration de l'actionnariat et l'influence des intérêts des travailleurs auront raison de la réussite de l'OPA.

Suite à l'adoption de la directive OPA, le législateur allemand transposa les articles 9 et 11 dans le WpÜG par l'ajout des articles 33a à 33c. En ce qui concerne le principe de passivité, le législateur allemand ne changea évidemment pas sa position et profita de l'*opt-out* octroyé par la directive pour ne pas le rendre obligatoire. Conformément à la directive OPA, les sociétés allemandes ont toutefois la faculté de rendre obligatoire ce principe en l'instaurant dans les statuts.

## 2.2. Principe de neutralisation des restrictions

Le principe de neutralisation des restrictions ne fut bien évidemment pas rendu obligatoire. Nul besoin de s'étendre outre mesure sur ce refus. Nous avons en effet déjà évoqué la volonté de la majorité des États membres de ne pas toucher à des pratiques utilisées depuis longtemps par les sociétés. De plus, le raisonnement portant sur l'instauration de l'article 33 du WpÜG peut être transposé à ce principe.

## 2.3. Principe de réciprocité

Comme tous les autres pays n'ayant pas rendu obligatoire le principe de passivité<sup>247</sup>, le législateur allemand transposa le principe de réciprocité dans le but de prévoir une protection maximale contre les OPA hostiles. En effet, dans l'hypothèse tout à fait rare où des sociétés allemandes décideraient d'appliquer les principes de passivité et de neutralisation des restrictions sur une base purement volontaire, la règle de réciprocité leur octroie le droit de ne pas les respecter si l'offrant n'y est pas lui-même soumis, leur donnant alors la possibilité de se défendre.

À l'instar de la Belgique et de certains autres États membres, l'Allemagne s'est dotée d'un droit des OPA très protectionniste et ce dans un souci de patriotisme économique. Il faut d'ailleurs noter à cet égard que lors du long processus d'adoption de la directive OPA, elle a joué un rôle majeur dans la décision d'adopter un régime simplement facultatif pour les mesures de défense, allant à l'encontre de la volonté de la Commission européenne<sup>248</sup>.

## Section 5. Etats-Unis

---

<sup>247</sup> Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007, Annexe 1, p. 12.

<sup>248</sup> W. MAGNUSON, *op.cit.*, p. 229.

Nul besoin de démontrer à quel point les États-Unis occupent une place énorme dans le monde économique depuis plusieurs décennies. Ce pays, qui fait la part belle aux idées ultra-libérales, pour le meilleur, mais aussi pour le pire, a vu fleurir bon nombre de puissants groupes toujours omniprésents aujourd'hui.

Bien qu'étant véritablement concernés par la problématique des OPA comme l'Union européenne, les États-Unis disposent d'un régime légal fort différent. En particulier, ce régime se distingue de celui du Royaume-Uni qui présente pourtant plusieurs points communs avec les États-Unis, dont une concentration très faible de l'actionnariat. Ainsi, une relativement grande liberté est laissée tant à l'offrant, qui n'est pas tenu de lancer une offre pour l'ensemble des titres de la société cible, que pour cette dernière dont le conseil d'administration est autorisé à prendre des mesures de défense sans devoir requérir l'approbation de l'assemblée générale<sup>249</sup>.

### § 1. Les U.S.A., un État fédéral

Aux États-Unis, le droit des sociétés est régi à deux niveaux : au niveau fédéral et au niveau des États fédérés qui disposent d'une large autonomie en matière de défense anti-OPA<sup>250</sup>.

Au niveau fédéral, c'est le *Williams Act* de 1968, ajouté au *Securities Exchange Act* de 1934, qui règle la problématique des OPA. Toutefois, seule la question de l'information des actionnaires de la société cible y est traitée. Le *Williams Act* prévoit à cet égard que les actionnaires de la société cible doivent disposer de l'information nécessaire pour qu'ils prennent une décision en parfaite connaissance de cause, ce qui réduit le risque d'abus quant au prix de l'offre<sup>251</sup>. Le *Williams Act* ne porte donc pas sur les questions liées aux mesures de défense anti-OPA qui, quant à elles, sont laissées à la discrétion des cinquante États américains. L'analyse des dispositions du *Williams Act* sortant du cadre de ce travail, nous ne nous y attarderons pas.

Au niveau fédéré, il y a lieu de noter que les juridictions de l'État du Delaware, petit paradis fiscal, disposent d'une très grande influence en la matière étant donné qu'une majeure partie des grands groupes américains y ont leur siège social<sup>252</sup>. En conséquence, un nombre

---

<sup>249</sup> W. MAGNUSON, *op.cit.*, p. 206.

<sup>250</sup> J. ARMOUR, J. B. JACOBS, C. J. MILHAUPT, *op. cit.*, p. 241.

<sup>251</sup> *Ibid.*

<sup>252</sup> Plus de 50% des sociétés cotées ont leur siège social dans l'État du Delaware. Delaware Department of State: Division of Corporations, disponible sur <http://www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml>.

important de litiges relatifs aux opérations de fusions-acquisitions y ont été jugés<sup>253</sup>. La jurisprudence du Delaware constitue dès lors la principale source de droit en ce qui concerne les mesures de défense anti-OPA. Étant donné que l'étude des régimes des autres États est d'une importance mineure, et bien évidemment dans un souci de concision, nous nous contenterons d'analyser l'état du droit des OPA au Delaware.

## § 2. Régime des mesures de défense anti-OPA du Delaware

### 2.1. Rôle du conseil d'administration

Avant 1985, il n'y avait pas de réponse tranchée à la question de savoir qui du conseil d'administration ou de l'assemblée générale était compétent pour décider de la suite à donner à une offre publique d'acquisition hostile<sup>254</sup>. Jusqu'alors, les juges réglaient la question au travers des *fiduciary duties* pesant sur les dirigeants, et plus précisément au regard des standards de la *business judgement rule*<sup>255</sup>. Selon cette règle, « les administrateurs agissent en connaissance de cause, de bonne foi et dans la croyance sincère que la mesure prise l'est dans les meilleurs intérêts de la société »<sup>256</sup>. Autrement dit, le conseil d'administration est présumé agir dans l'intérêt de la société et des actionnaires de sorte qu'il appartient au plaignant d'en apporter la preuve contraire pour obtenir réparation d'un éventuel préjudice subi suite à une décision du conseil d'administration<sup>257</sup>. Cette règle n'était toutefois pas adaptée dans l'hypothèse d'une offre publique d'acquisition hostile, car dans ce cas, il est moralement difficile de présumer que les administrateurs agissent dans l'intérêt de la société et des actionnaires alors qu'ils sont indéniablement placés dans une situation de conflit d'intérêts<sup>258</sup>. Suite à l'affaire *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, la *Supreme Court of Delaware* mit fin aux débats en décidant que le conseil d'administration avait le pouvoir de s'interposer entre l'offrant et les actionnaires et ainsi de prendre des mesures de défense<sup>259</sup>. Ce pouvoir est toutefois assorti d'une double condition. D'une part, la mesure doit être nécessaire pour contrer une menace envers la politique de l'entreprise et l'efficacité de celle-

---

<sup>253</sup> J. ARMOUR, J. B. JACOBS, C. J. MILHAUPT, *op. cit.*, pp. 241-242 ; W. MAGNUSON, *op. cit.*, p. 207 ; J., ARMOUR, D. A. Jr., SKEEL, « Who writes the rules for hostile takeovers, and why - Divergence of U.S. and U.K. takeover regulation », *op.cit.*, p. 54 ; S. DAVIDOFF, « The SEC and the failure of Federal Takeover Regulation », *Florida State University Law Review*, vol. 34, Issue 2, 2009, p. 239.

<sup>254</sup> J. ARMOUR, J. B. JACOBS, C. J. MILHAUPT, *op. cit.*, p. 243.

<sup>255</sup> *Ibid.*

<sup>256</sup> *Ibid.*, p. 244.

<sup>257</sup> *Ibid.*, ; *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984), §44, disponible sur <https://h2o.law.harvard.edu/collages/4289>.

<sup>258</sup> J. ARMOUR, J. B. JACOBS, C. J. MILHAUPT, *op. cit.*, p. 244 ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 186.

<sup>259</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), § 955-957, disponible sur <https://casetext.com/case/unocal-corp-v-mesa-petroleum-co>.

ci, d'autre part, elle doit être proportionnée par rapport à la menace<sup>260</sup>. Depuis lors, le conseil d'administration, à qui un offrant reproche d'avoir usé de mesures de défense, doit apporter la preuve du respect de ce double critère en démontrant que l'offre ne répondait pas aux intérêts de l'entreprise et des actionnaires<sup>261</sup>. Par exemple, il pourra prendre en compte différents facteurs tels que l'inadéquation du prix de l'offre, le moment auquel intervient cette offre ou encore la nature de celle-ci<sup>262</sup>.

Malgré cette jurisprudence qui octroie un véritable pouvoir d'opposition à une offre publique d'acquisition hostile aux administrateurs, il existe des cas où les mesures de défense sont tout bonnement interdites. Ainsi, à l'occasion de l'affaire *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, la *Supreme Court of Delaware* décida que dans les situations où les actionnaires de la société cible se voient proposer différentes offres qui présentent chacune un prix adéquat, le conseil d'administration ne peut plus exercer son rôle de défenseur des intérêts de la société et des actionnaires tel que reconnu par la *business judgement rule*<sup>263</sup>. À la place, il doit se cantonner à rechercher l'offre qui répond au mieux à ces intérêts, c'est-à-dire l'offre qui présente le meilleur prix<sup>264</sup>. La jurisprudence *Unocal* n'a plus à s'appliquer étant donné l'absence de menace envers la politique de l'entreprise et son efficacité<sup>265</sup>.

## 2.2. Sort des mesures préventives

En ce qui concerne le cas particulier des mesures prises en prévention d'une éventuelle offre publique d'acquisition hostile, les *poison pills* dans le jargon anglais, la doctrine se demandait si elles respectaient la jurisprudence *Unocal*, étant donné qu'au moment de la décision par le conseil d'administration de l'adoption de ces mesures, aucune offre n'a encore été lancée. Il n'y a donc pas de menace au sens de la jurisprudence *Unocal*<sup>266</sup>. La *Supreme Court of Delaware*, dans l'affaire *Moran*, décida toutefois d'appliquer cette jurisprudence aux *poison pills*<sup>267</sup>. En ce qui concerne la première condition, l'adoption de mesures préventives est admise dès lors qu'elles sont adoptées en prévision d'une offre publique d'acquisition

---

<sup>260</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), § 955-957, disponible sur <https://casetext.com/case/unocal-corp-v-mesa-petroleum-co>.

<sup>261</sup> A. SAULSBURY, *op.cit.*, p. 136.

<sup>262</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), § 955, disponible sur <https://casetext.com/case/unocal-corp-v-mesa-petroleum-co>.

<sup>263</sup> *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), § 185, disponible sur <https://h2o.law.harvard.edu/cases/2967>.

<sup>264</sup> *Ibid.*

<sup>265</sup> A. SAULSBURY, *op. cit.*, p. 139.

<sup>266</sup> *Ibid.*, p. 138.

<sup>267</sup> A. SAULSBURY, *op. cit.*, p. 137.

hostile, ce qui constitue une menace valide selon la cour<sup>268</sup>. Conformément à la deuxième condition de la jurisprudence *Unocal*, les mesures préventives doivent être proportionnelles à la menace<sup>269</sup>.

### 2.3. Synthèse et observations

En définitive, le Delaware octroie une large marge de manœuvre à la société cible pour se défendre. La jurisprudence *Revlon*, bien qu'ayant le mérite théorique de limiter les cas où l'usage de mesures de défense est autorisé, n'est pas aussi contraignante qu'elle n'y paraît. Elle aura en effet tendance à être invoquée et acceptée par la cour uniquement dans les cas où de multiples offres présentant un prix adéquat sont lancées envers la société cible<sup>270</sup>. Autrement dit, elle ne s'appliquera qu'en cas de situation où la santé de la société cible est tellement mauvaise que les différentes offres seront nécessairement les bienvenues afin de sauver la société<sup>271</sup>.

Toutefois, il faut être conscient qu'aux États-Unis, les administrateurs subissent une véritable pression de la part du système américain tout entier. Tout d'abord, les banques et les investisseurs institutionnels les poussent à accroître la performance de l'entreprise, de sorte qu'en cas d'usage de moyens de défense contraire à leur volonté, ceux-ci entameront des poursuites judiciaires<sup>272</sup>. La crainte de subir un long et coûteux procès constitue en effet un pouvoir de dissuasion efficace. D'une part, il existe d'autres ordres de responsabilités découlant des *fiduciary duties* sur base desquels les actionnaires pourront poursuivre les administrateurs, et ce malgré l'autonomie accordée par la *business judgement rule*<sup>273</sup>. C'est le cas par exemple de l'obligation fédérale pour les dirigeants d'assurer une information correcte des actionnaires<sup>274</sup>. D'autre part, la reconnaissance de leur responsabilité peut s'avérer très coûteuse, bien plus qu'en Europe<sup>275</sup>. En outre, la mentalité américaine fait la part belle à la transparence, de telle sorte qu'au moindre problème, les administrateurs feront les gros titres de la presse. Face à ces risques, les dirigeants doivent donc s'assurer d'agir dans le meilleur

---

<sup>268</sup> *Moran v. Household International* (Del. 1985), 500 A.2d, §§ 43, 69, 74, 78, 99, disponible sur <https://h2o.law.harvard.edu/collages/8890> ; *Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48, 129 (Del. Ch. 2011) disponible sur <https://h2o.law.harvard.edu/cases/5452>.

<sup>269</sup> A. SAULSBURY, *op. cit.*, p. 138.

<sup>270</sup> *Ibid.*, p. 140.

<sup>271</sup> *Ibid.*, p. 141.

<sup>272</sup> *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 43.

<sup>273</sup> *Ibid.* ; J., ARMOUR, D. A. Jr., SKEEL, « Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why - The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation », *op. cit.*, pp. 1743-1744.

<sup>274</sup> Art. 10b-5, Securities Exchange Act 1934 ; J.-M. GOLLIER, « L'OPA volontaire de l'actionnaire majoritaire - Commentaires des affaires Tractebel et Cobepa - (n° 6831) », *Rev. prat. Soc.*, Bruxelles, Larcier, 2001, liv. 1, p. 38.

<sup>275</sup> *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 43.

intérêt de l'entreprise avant de faire usage de mesures de défense, *a fortiori* si l'entreprise fait partie d'un groupe important et connu de l'opinion publique.

Il faut enfin noter que même si cette brève présentation du régime américain des mesures de défense anti-OPA semble démontrer une certaine unanimité à reconnaître au conseil d'administration le pouvoir de se défendre sans l'approbation de l'assemblée générale, cette question est toujours débattue dans la doctrine entre les partisans d'une approche plutôt permissive, qui est celle adoptée par la jurisprudence *Unocal*, et les partisans d'une approche plutôt liberticide selon laquelle l'assemblée générale doit avoir le dernier mot<sup>276</sup>.

## Section 6. Conclusion

La principale leçon que nous pouvons tirer de cette analyse consiste à confirmer ce que nous disions à l'issue de l'étude du droit belge : il n'existe aucun ordre juridique disposant d'une réglementation purement liberticide ou purement permissive. Certes, les États étudiés semblent avoir une position tranchée sur l'usage des moyens de défense, il n'en reste pas moins que les règles et le contexte interne nuancent cette position, la ramenant plus ou moins vers une situation d'équilibre.

Au final, certains États membres sont plus ou moins permissifs, laissant une certaine autonomie aux sociétés pour se défendre contre les OPA hostiles, ce qui est le cas de la Belgique, de l'Allemagne ou encore de la France depuis deux ans. D'autres sont plus ou moins liberticides à l'image du Royaume-Uni, interdisant certes les dirigeants à prendre des mesures de défense sans l'approbation de l'assemblée générale, mais laissant toutefois les sociétés libres de mettre en place des mesures préventives telles que des clauses d'agrément.

Le choix de l'un ou l'autre régime semble en outre être influencé et remis en cause dès qu'une acquisition touchant l'opinion publique intervient. C'est le cas de l'OPA sur Cadbury au Royaume-Uni, sur Mannesmann en Allemagne et de l'acquisition d'Arcelor et de Pechiney en France. Ce genre d'attitude consistant à faire de cas isolés une règle générale est toutefois dangereux en termes de sécurité juridique<sup>277</sup>. Les États doivent plutôt se forcer à garder un cap et procéder étape par étape, en parallèle avec les nouvelles exigences européennes. Au regard de l'harmonisation du droit européen des sociétés, le revirement de position de la France à l'égard des OPA est malheureux. Cela l'est d'autant plus que la France dispose d'une influence majeure au sein de l'Union européenne. Le risque de voir d'autres États faire

---

<sup>276</sup> J. ARMOUR, J. B. JACOBS, C. J. MILHAUPT, *op. cit.*, p. 243 ; J. H. MATHESON, B. A. OLSON, « Shareholder rights and legislative wrongs toward balanced takeover legislation », *George Washington Law Review*, 1990-1991, vol. 59, Issue 6, p. 1482.

<sup>277</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 1.

marche arrière suite à l'une ou l'autre affaire ayant atteint l'opinion publique afin de préserver l'emploi sur leur territoire est donc bien présent. Ce genre d'attitude individualiste et court-termiste est évidemment contraire à l'esprit d'un Marché unique qui ne peut dévoiler pleinement ses bénéfices qu'à la condition de voir tous les États membres marcher ensemble dans la même direction. Il est toutefois compréhensible que les gouvernements adoptent certaines mesures afin de relancer l'économie vu la période de crise que traverse actuellement l'Europe. Dans un esprit d'optimisme, nous pouvons considérer que si le revirement de la France en matière d'OPA atteint les objectifs économiques fixés, à terme, cela ne peut qu'être bénéfique pour le Marché unique. Le succès dépend parfois de comportements dissidents.

En ce qui concerne les États-Unis, et plus particulièrement l'État du Delaware, la réglementation est actuellement très permissive. Mais si le Delaware entend octroyer une grande autonomie aux sociétés pour se défendre contre les OPA hostiles, le risque encouru en termes de responsabilité ou d'exposition aux médias devrait dissuader les dirigeants de faire un usage inconsidéré des mesures de défense. À cet égard, nous rejoignons la remarque faite par le Groupe Winter qui consiste à nuancer le reproche fait par les États membres selon lequel l'application du principe de neutralisation des restrictions créerait un gros désavantage par rapport aux U.S.A.<sup>278</sup>. Les nombreuses différences entre le système américain et le système européen démontrent bien que la seule comparaison de leur régime d'OPA respectif est insuffisante pour porter un jugement aussi tranché. Mais la crainte de n'être plus suffisamment compétitifs par rapport aux sociétés américaines semble ancrée dans la conscience commune des acteurs économiques de l'Europe, ce qui limite fortement l'avancée du chantier de l'uniformisation européenne.

---

<sup>278</sup> *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 7.



## Chapitre 4. Un statu quo, mais des perspectives d'avenir

À l'issu de ce travail de recherche, nous constatons que le droit européen relatif aux offres publiques d'acquisition, en particulier en ce qui concerne les mesures de défense anti-OPA, est encore relativement parcellaire. À cet égard, il a d'ailleurs été avancé qu'à défaut d'avoir instauré une véritable harmonisation, l'Union européenne s'est dotée d'un « cadre légal commun » édictant des lignes directrices minimales en matière d'OPA<sup>279</sup>. Pourtant, nous étions arrivés à la conclusion, dans le chapitre 1, que le régime actuellement en place ne semblait pas pour autant freiner la réalisation des OPA dans l'Union. En effet, même s'ils n'ont pas suivi les exigences de la Commission européenne, les régimes juridiques des États membres, pris dans leur globalité, présentent une solution assez équilibrée étant donné qu'il existe des règles internes permettant de limiter les conflits d'intérêts dans le chef des dirigeants et l'usage de moyens de défense préventifs.

En outre, les États membres semblent satisfaits de la directive OPA. Non seulement elle a poussé les États à adopter des règles claires et précises en matière de transparence, mais en plus elle aurait un certain impact en termes d'ouverture du marché européen des acquisitions de sociétés<sup>280</sup>. Le principe de passivité, rendu obligatoire par la majorité des États membres, ainsi que les ajustements législatifs faisant suite à la directive, notamment en matière de transparence, n'y sont certainement pas pour rien.

Cette situation équilibrée, reconnue par la Commission elle-même<sup>281</sup>, est donc amenée à perdurer aussi longtemps que la Commission ne disposera pas de suffisamment de données économiques pour porter un jugement fondé et efficace sur la nécessité d'une révision de la directive OPA. Mais à l'avenir, « dans un contexte de plus en plus fort de mondialisation et de marchés financiers »<sup>282</sup>, la pratique des OPA hostiles devrait toutefois s'intensifier<sup>283</sup>. Nul doute en effet que les grands groupes internationaux n'hésiteront pas à employer la manière forte pour conserver ou augmenter leur part du marché<sup>284</sup>. Une révision sera donc naturellement nécessaire dans le futur, à l'instar de toute règle légale ayant besoin de s'adapter à la réalité.

---

<sup>279</sup> M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 191.

<sup>280</sup> Marccus Partners, en collaboration avec le Centre for European Policy Studies, *op. cit.*, pp. 4 et 43, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm).

<sup>281</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 28 juin 2012, pp. 11-12.

<sup>282</sup> A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 583.

<sup>283</sup> *Ibid.*

<sup>284</sup> *Ibid.*

En vue de cette remise en question, nous pouvons tirer différents enseignements et dégager certaines pistes dans l'objectif d'optimiser la réalisation des OPA. Cette optimisation s'entend en fait d'une réduction des inconvénients des OPA pour faire ressortir leurs avantages, tout en améliorant la protection des actionnaires minoritaires qui est un point crucial pour augmenter la confiance des investisseurs.

### Section 1. Un principe de neutralisation des restrictions trop rigide

Vu la réticence de la majeure partie des États membres envers l'adoption du principe de neutralisation des restrictions à la cessibilité des titres et au droit de vote, il semblerait que la Commission ait été trop extrême dans son approche. En particulier, il peut lui être reproché de ne pas s'être suffisamment penchée sur les inconvénients que représente l'application de ce principe dans la pratique des sociétés. Celles-ci n'ont en effet jamais été confrontées à une telle rigidité qui leur enlève toute autonomie en cas d'OPA. C'est d'autant plus vrai que le considérant n° 6 de la directive OPA requiert qu'« il convient que, pour être efficaces, les règles relatives aux offres publiques d'acquisition soient souples et permettent de faire face aux nouvelles réalités lorsque celles-ci se présentent, et que, par conséquent, elles prévoient la possibilité d'exceptions et de dérogations »<sup>285</sup>. S'il est maintenant clair que la flexibilité doit être l'objectif, il faut pourtant garder à l'esprit que le Marché intérieur est amené à s'uniformiser toujours plus.

En 2002, le Groupe Winter avait d'ailleurs songé à un régime qui ne concernerait que les sociétés européennes, afin d'anticiper un éventuel blocage politique. Il rapportait alors que « s'il subsistait néanmoins un doute au niveau politique, on pourrait envisager de n'appliquer les principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre prise de risque et contrôle préconisés dans le présent rapport qu'aux seules OPA lancées par des sociétés européennes cotées dans la mesure où cette solution ne violerait pas les conventions internationales en vigueur et paraîtrait applicable en pratique »<sup>286</sup>. Quant aux OPA hostiles lancées par des sociétés étrangères, elles continueraient à être confrontées au régime facultatif actuel. La crainte de voir les États-Unis avantagés par ces principes serait alors en partie réglée. Enfin, l'objectif de la Commission de créer un *level playing field* en matière d'OPA dans l'Union européenne devrait alors être atteint.

En revanche, toute la difficulté de ce projet réside dans sa conformité avec les conventions internationales établies entre les États membres et les pays extérieurs en matière

---

<sup>285</sup> Considérant n° 6, directive 2004/25/CE.

<sup>286</sup> *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 11.

financière ou économique. Par exemple, cette solution pourrait être déclarée contraire à l'esprit de l'Accord général sur le commerce des services qui vise à libéraliser le commerce entre les membres de l'OMC<sup>287</sup>. Sur base de ce texte, une multitude d'accords bilatéraux entre l'Union européenne et des États membres de l'OMC ont été ratifiés. Nul doute que parmi ceux-ci, il existe des dispositions visant à réduire les obstacles à l'établissement des entreprises. Une directive OPA qui libéraliserait le marché des acquisitions de sociétés en excluant toutefois les sociétés non-européennes pourrait alors être contraire à ces dispositions. Ce risque étant non-négligeable, il est préférable d'adopter un régime qui s'appliquerait à toutes les sociétés cotées.

## Section 2. La transparence : une condition nécessaire à l'égalité des conditions de jeu

S'il y a bien une chose qui est primordial lors d'une OPA, à l'instar d'ailleurs de tout autre opération financière, c'est l'information. La transparence est en effet un facteur clé dans « l'instauration d'un marché financier européen intégré »<sup>288</sup>. Il faut toutefois distinguer deux ordres de préoccupation dans la réglementation des offres publiques. En premier lieu, il s'agit de régler la question de l'information des actionnaires de la société cible sur les conditions de l'offre. Deuxièmement, il s'agit de déterminer quelles informations les sociétés doivent rendre publiques à des fins de contrôle et d'information du marché.

### *§ 1. Information des actionnaires*

En ce qui concerne la protection des actionnaires minoritaires de la société cible, il est indéniable que des progrès ont été faits depuis les premières discussions d'une réglementation européenne des OPA afin d'améliorer la transparence durant l'opération. Le législateur européen a d'ailleurs fait de cette question l'un des principes généraux de l'article 3 de la directive OPA que les États sont chargés de faire respecter. La directive prévoit en outre des exigences minimales. Ainsi, l'article 6 relatif à l'information sur l'offre par l'offrant couplé à l'article 9, § 5 obligeant l'organe d'administration de la société cible à émettre un avis motivé sur l'offre procure une base idéale pour une information optimale des actionnaires. D'autre part, l'article 7, qui prévoit quant à lui une période d'acceptation minimale et maximale, soutient cette information en octroyant aux actionnaires suffisamment de temps pour qu'ils « puissent prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause »<sup>289</sup>.

---

<sup>287</sup> Organisation mondiale du commerce, *Annexe 1B de l'Accord instituant l'Organisation mondiale du commerce (OMC)*, disponible sur [https://www.wto.org/french/docs\\_f/legal\\_f/26-gats.pdf](https://www.wto.org/french/docs_f/legal_f/26-gats.pdf).

<sup>288</sup> X. DIEUX, *Droit, morale et marché*, op. cit., p. 446.

<sup>289</sup> Art. 7, § 2, al. 1, directive 2004/25/CE.

Il suffit de prendre l'exemple du droit belge pour constater cette évolution. Le régime de l'ancienne loi du 2 mars 1989, promulgué à la hâte suite à l'affaire de la Société Générale de Belgique<sup>290</sup>, était resté relativement incomplet au sujet de l'information<sup>291</sup>. La loi du 1<sup>er</sup> avril 2007 opéra toutefois une belle avancée en imposant l'établissement d'un mémoire en réponse à l'intention des actionnaires de la société cible<sup>292</sup>. De surcroît, le rapport de la Commission européenne sur l'application de la directive OPA confirme ces progrès. Les parties prenantes à l'enquête relative à ce rapport estiment en effet que la directive « a renforcé la position des actionnaires minoritaires »<sup>293</sup>. Les principaux intéressés, les investisseurs, sont effectivement satisfaits du régime de transparence actuel, mais ils verraient malgré tout d'un bon œil une augmentation du nombre d'informations à divulguer<sup>294</sup>.

Il semblerait donc que le niveau d'information publiée à l'égard des actionnaires soit relativement élevé, ce qui est une bonne chose lorsque corrélée au principe de passivité du conseil d'administration, l'information reçue leur permet de vendre à des conditions réellement avantageuses pour eux. Ces bons résultats, s'ils sont constamment vérifiés dans le futur, devraient avoir pour impact d'augmenter la confiance des investisseurs, ce qui est important dans l'optique d'un Marché unique compétitif.

## § 2. Information du marché

En revanche, en cas d'OPA hostile, l'information disponible sur le marché à laquelle l'offrant a accès est relativement limitée<sup>295</sup>. Il est vrai qu'outre l'information rendue publique annuellement par la société cible en vertu de l'article 10 de la directive OPA, il peut être difficile d'acquérir d'autres informations nécessaires en vue d'établir une stratégie fiable et efficace de création de richesse. Comme constaté lors de l'analyse des inconvénients liés aux OPA, une série de facteurs résultant notamment d'un manque de préparation et d'information constituent bien souvent la cause de l'absence de bénéfice, voire d'une destruction de richesse, post-acquisition. Il y a donc là matière à réflexion.

Le débat entre les partisans d'une transparence complète et les partisans d'une certaine discrétion dans les affaires n'est cependant pas nouveau<sup>296</sup>. Mais actuellement, l'idée d'ériger

---

<sup>290</sup> G.-A. DAL, P. NICAISE, « L'actionnaire minoritaire », *Rev. prat. Soc.*, Bruxelles, Larcier, 2015, n° 7137, p. 559.

<sup>291</sup> A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 576.

<sup>292</sup> *Ibid.*

<sup>293</sup> Marcus Partners, en collaboration avec le Centre for European Policy Studies, *op. cit.*, p. 246, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm).

<sup>294</sup> *Ibid.*

<sup>295</sup> C. DENIAUD, S. VERMEILLE, *op. cit.*, p. 4.

<sup>296</sup> Voy. à ce sujet X. DIEUX, « Du « marché efficient » au « marché fiable ? » À propos de la nouvelle réglementation belge en matière de transparence », *Mélanges E. Wymeersch*, 2008, pp. 397 à 410.

la transparence en principe général de droit se plie à la liberté individuelle d'entreprendre, de laquelle découle le secret des affaires tant chéri par les entreprises<sup>297</sup>. Ainsi, la transparence n'a de substance que dans les hypothèses prévue par la loi, de telle sorte qu'en cas de silence de celle-ci, c'est le droit au secret qui s'applique<sup>298</sup>. Malgré cela, les obligations de publication d'informations n'ont cessé de se multiplier ces dernières années. Cette tendance traduit une réelle évolution des mentalités, des exigences et *in fine* des pratiques. Il n'est donc pas excessif d'oser imaginer une nouvelle augmentation de la liste des informations à rendre publique, sans pour autant viser la transparence absolue. En matière d'OPA, une clarification du marché pourrait se montrer avantageuse pour les parties à l'opération. D'un côté, l'offrant aurait la possibilité de mieux se préparer et d'anticiper la plupart des inconvénients issus de l'acquisition grâce à une valorisation plus objective de l'ensemble des actifs de la cible<sup>299</sup>. D'un autre, l'étude du *Boston Consulting Group* exposée plus haut a démontré que les résultats des rapprochements entre entreprises étaient souvent insignifiants voire catastrophiques. Une information plus complète devrait alors dissuader plus fréquemment qu'avant l'offrant de poursuivre son OPA hostile s'il constate, sur base des données reçues, que celle-ci ne sera pas rentable. L'offrant pourrait alors se tourner vers d'autres modes de rapprochement d'entreprises moins coûteux comme l'alliance ou encore la co-opétition. En conséquence, la vertu des OPA à opérer une meilleure allocation des ressources se vérifierait plus fréquemment dès lors qu'il y aurait plus d'OPA créatrices de richesse que de destructrices. L'économie du Marché unique en serait alors l'ultime bénéficiaire.

Il faut bien évidemment se garder de toute précipitation qui aurait pour conséquence d'étouffer les entreprises sous des montagnes d'obligations, qui, une fois cumulées, peuvent se montrer coûteuses<sup>300</sup>. D'autant plus si la dimension humaine des affaires est prise en compte. Car au final, l'économie dépend plus du comportement des acteurs économiques sur le marché que des exigences légales<sup>301</sup>. Si l'honnêteté et la compétence des uns justifient toute l'ambition d'un régime encore plus transparent, l'esprit spéculateur et opportuniste des autres calme les ardeurs.

### § 3. Rôle de l'autorité de contrôle

En matière de transparence dans le cadre des OPA, le rôle de l'autorité de contrôle est des plus importants. C'est en effet par elle que passe toute l'information que s'échangent les

---

<sup>297</sup> X. DIEUX, *Droit, morale et marché*, op. cit., p. 443.

<sup>298</sup> *Ibid.*

<sup>299</sup> *Ibid.*, p. 444.

<sup>300</sup> *Ibid.*, p. 443.

<sup>301</sup> *Ibid.*, p. 454.

parties à l'offre et c'est elle qui est chargée de décider si cette information est suffisamment complète. Il est donc primordial que cette institution soit efficace.

En ce qui concerne les pouvoirs de l'autorité de contrôle compétente en matière d'OPA, les États membres disposent encore actuellement d'une large autonomie, qui leur est d'ailleurs expressément octroyée par la directive OPA<sup>302</sup>. Dans l'actuelle tendance à la transparence, faire suivre une augmentation de l'information à rendre publique d'une uniformisation des compétences des autorités de contrôle nationales en matière d'OPA aurait du sens. L'établissement de conditions de jeu égales pour tous doit en effet passer par un contrôle de l'information qui soit commun à tous les États membres.

### Section 3. Passivité du conseil d'administration ou des actionnaires majoritaires ?

Si le législateur européen s'est occupé de neutraliser l'organe d'administration en période d'OPA, il reste encore à régler les conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et les minoritaires<sup>303</sup>. Dans les États caractérisés par un actionnariat concentré, le risque est élevé de voir les actionnaires majoritaires prendre une décision qui n'aille que dans le sens de leurs propres intérêts, ce qui peut s'avérer dangereux pour l'entreprise<sup>304</sup>. Pourtant, il est beaucoup moins évident de reconnaître responsables des actionnaires d'avoir voté dans un sens contraire à l'intérêt de la société lors de l'assemblée générale, que de reconnaître un conflit d'intérêts dans le chef des dirigeants<sup>305</sup>. C'est là toute la question des limites de la loi de la majorité, largement appliquée dans les sociétés anonymes européennes<sup>306</sup>. En pratique, un regroupement des minoritaires constitue le meilleur moyen pour contrebalancer les pouvoirs de la majorité<sup>307</sup>. Cette solution n'est toutefois pas toujours faisable étant donné la dispersion des minoritaires dans certaines sociétés. C'est alors aux juges et au législateur de régler la question en protégeant les minoritaires contre les décisions arbitraires de la majorité<sup>308</sup>. Actuellement, certaines pistes ont été empruntées afin d'améliorer la « démocratie sociétaire »<sup>309</sup>. C'est notamment le cas de la théorie de l'abus de majorité

En Belgique, la doctrine et la jurisprudence reconnaissent depuis un certain temps déjà la théorie de l'abus de majorité. Fondée sur les principes inhérents au droit civil, plus

---

<sup>302</sup> Voy. l'article 4, §§ 1 et 2, e), directive 2004/25/CE.

<sup>303</sup> M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 194 et 215.

<sup>304</sup> *Ibid.*, p. 215.

<sup>305</sup> *Ibid.* ; P. SAERENS, « L'abus (en droit des sociétés), mais dans quel but ? », *Droit des affaires et sociétés : actualités et nouveaux enjeux*, sous la direction de J. MALHERBE et E.-J. NAVEZ, Limal, Anthemis, 2013, coll. Pratiques des sociétés, p. 28.

<sup>306</sup> G.-A. DAL, P. NICAISE, *op. cit.*, p. 553 ; X. DIEUX, « Nouvelles observations sur l'abus de majorité ou de minorité dans les personnes morales fonctionnant selon le principe majoritaire », *R.G.D.C.*, 1998, p. 8.

<sup>307</sup> M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 215.

<sup>308</sup> *Ibid.*

<sup>309</sup> A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 583.

particulièrement l'abus de droit et l'exécution de bonne foi des obligations, cette théorie permet notamment aux actionnaires minoritaires s'estimant lésés par une décision de l'assemblée générale de réclamer réparation auprès des majoritaires ou encore d'obtenir la suspension d'une décision de l'assemblée générale<sup>310</sup>. Suivant ce courant, le législateur belge consacra dans l'article 64 du code des sociétés la thèse du détournement de pouvoir qui peut justifier à lui seul l'annulation d'une décision de l'assemblée générale. En-dehors de cette hypothèse, les minoritaires devront s'appuyer sur la jurisprudence afin d'établir l'existence d'un abus de majorité. Actuellement, l'établissement d'un tel abus suppose successivement : « 1) une décision dont l'objectif n'est pas conforme aux intérêts de la société, 2) qui favorise les actionnaires majoritaires au détriment des actionnaires minoritaires, 3) par laquelle les actionnaires majoritaires veulent délibérément défavoriser les actionnaires minoritaires à leur profit »<sup>311</sup>. Sans entrer dans les discussions qui animent la doctrine sur le point de savoir si l'élément intentionnel constitue un critère ou non<sup>312</sup>, le point crucial de cette théorie repose sur la définition de l'intérêt social de la société en question. C'est en effet à la lumière de celui-ci que le juge, qui n'est investi que d'un contrôle marginal dans ce cas<sup>313</sup>, décidera si oui ou non les majoritaires ont manifestement abusé de leur droit de vote pour leur intérêt propre<sup>314</sup>. En droit français, l'intérêt social est également le concept directeur de l'abus de majorité<sup>315</sup>.

Cette théorie pourrait être exploitée à l'échelle européenne afin d'améliorer encore la protection des actionnaires minoritaires, notamment en cas d'OPA. La reconnaissance légale de ce mécanisme pourrait ainsi être un bon moyen de prévenir la destruction de valeur de la société cible en dissuadant les majoritaires d'approuver des mesures défensives coûteuses. Qui plus est, ce mécanisme pourrait en partie combler l'absence d'application du principe de neutralisation des restrictions en dissuadant les actionnaires majoritaires de statuer sur des mesures qui iraient à l'encontre de l'intérêt de la société et, dans le cas précis des OPA, qui restreignent la cessibilité des titres et l'exercice du droit de vote. L'abus de majorité additionné au principe de passivité du conseil d'administration serait donc une étape en plus

<sup>310</sup> X. DIEUX, « Nouvelles observations... », *op. cit.*, pp. 9-10 ; P. SAERENS, *op. cit.*, p. 33.

<sup>311</sup> Bruxelles, 21 janvier 2003, *J.D.S.C.*, 2006, p. 175.

<sup>312</sup> Voy. P. SAERENS, *op. cit.*, p. 35 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004, n° 584.

<sup>313</sup> *Ibid.*

<sup>314</sup> G.-A. DAL, P. NICAISE, *op. cit.*, pp. 576-577 ; S. GILCART, « Libération du capital: abus de droit et abus de majorité », Note sous Comm. Bruxelles 31/01/1997, *J.D.S.C.*, 1999, p. 20 ; X. DIEUX, « Nouvelles observations... », *op. cit.*, p. 11.

<sup>315</sup> A. VIANDIER, « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », *Rev. prat. Soc.*, Bruxelles, Larcier, 2015, p. 483 ; G. MICHEL, « Les droits des minoritaires (droit français des sociétés) », *Revue internationale de droit comparé*, vol. 54, n° 2, Avril-juin 2002, p. 412.

vers l'harmonisation du droit des sociétés européen en matière d'OPA, particulièrement en ce qui concerne la protection des actionnaires minoritaires, objectif majeur du droit européen<sup>316</sup>.

Par exemple, une décision des majoritaires de revendre les actifs intéressants de la société cible à une société dans laquelle siègent ces majoritaires, au détriment des minoritaires, pourraient être interprétée comme un abus de majorité.

Toutefois, étant d'origine jurisprudentielle, les conditions de l'abus de majorité diffèrent, causant dès lors une insécurité juridique davantage problématique dans les cas d'opérations transfrontières. D'une reconnaissance jurisprudentielle éparse, ce concept devrait être reconnu au niveau européen, en prévoyant des conditions d'application égales à tous les États membres. Afin d'améliorer la sécurité juridique de cette théorie, il convient surtout de trancher la controverse qui anime la doctrine et la jurisprudence depuis trop longtemps en définissant définitivement la notion d'intérêt social. En matière d'OPA, le droit européen semble plutôt se diriger vers une interprétation large qui prend en compte les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise<sup>317</sup>.

Aux États-Unis, une solution similaire à la théorie de l'abus de majorité est utilisée dans certains États. Ceux-ci reconnaissent en fait aux actionnaires majoritaires des *fiduciary duties* à l'égard des minoritaires à l'image de ceux reconnus aux dirigeants envers la société et ses actionnaires<sup>318</sup>. Ainsi, les majoritaires ne peuvent « adopter une attitude inéquitable ou déloyale à l'égard des autres actionnaires »<sup>319</sup>.

---

<sup>316</sup> Considérant n° 9, directive 2004/25/CE.

<sup>317</sup> Voy. l'article 9, § 5, directive 2004/25/CE selon lequel l'avis établi par le conseil d'administration sur l'offre prend en compte « l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ».

<sup>318</sup> J.-M. GOLLIER, *op. cit.*, p. 39.

<sup>319</sup> *Ibid.*

## Conclusions générales

L'Union avance par étape, et c'est une bonne chose, n'en déplaise à la Commission européenne. Dans le cas des mesures de défense anti-OPA, elle a préféré commencer par instaurer un régime facultatif afin de déverrouiller une situation qui freinait la libre circulation des capitaux. Bien qu'elle soit considérée comme un échec par ces détracteurs, l'harmonisation de la réglementation des OPA n'est pas pour autant terminée. À l'avenir, il sera nécessaire de mettre tout le monde sur les mêmes rails, car les opérations transfrontières requièrent un cadre commun pour qu'elles dévoilent leurs bienfaits au sein du Marché unique.

À cet égard, la diversité des régimes adoptés par les États étudiés ne doit pas spécialement être vue comme une faiblesse, mais comme une force dans laquelle puiser les solutions du futur. En effet, les volontés et les mentalités de chaque membre étant maintenant assez claires et comprises, il revient à la Commission de proposer une nouvelle réglementation qui aurait pour effet de réaliser la liberté de circulation des capitaux au sein de l'Union. Si cette proposition devait survenir à court ou moyen terme, il serait cependant indispensable qu'elle accorde plus d'importance aux questions liées à l'emploi. Non seulement il s'agit d'un point qui faisait déjà polémique lors des discussions sur la directive OPA, mais en plus, l'exemple français prouve à quel point ce sujet peut impacter l'efficacité économique de toute une nation.

Par ailleurs, il est nécessaire d'adopter une approche réaliste des avantages et des inconvénients entourant les offres publiques d'acquisition. En l'absence de données économiques pertinentes, il semble en effet difficile d'adopter une réglementation qui soit à la fois complète et efficace. C'est pourquoi il est important d'y consacrer des études économiques et statistiques sérieuses et régulières.

Une chose est cependant sûre : la meilleure allocation des ressources que peuvent procurer les OPA ne se vérifie, comme nous l'avons dit, que dans un environnement économique particulièrement sain. Il est donc nécessaire de songer à « assainir » les marchés en réglant les problèmes d'agence et en limitant l'asymétrie d'information avant d'établir des règles trop contraignantes. Pour cela, le principe de passivité est un bon pas en avant, car il empêche les conflits d'intérêts dans le chef des dirigeants. Il s'agirait donc de l'imposer définitivement. De plus, vu le niveau de concentration de l'actionnariat, l'Union européenne ne peut nier les problèmes d'agence pouvant surgir entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Le niveau d'information dont jouissent les minoritaires actuellement est relativement élevé, ce qui est de nature à limiter les effets de cette relation

« principal-agent ». Mais l'instauration à l'échelle européenne d'un régime qui dissuaderait les majoritaires d'omettre l'intérêt des minoritaires, tel que celui de l'abus de majorité, serait également efficace pour assainir l'environnement des marchés.

Enfin, cet assainissement suppose un niveau de transparence élevé durant tout le processus d'OPA. Le relèvement des exigences en matière d'information du marché devrait ainsi être envisagé dans l'objectif d'optimiser les opérations d'acquisition que sont les OPA. Le tout est de trouver un juste et bon équilibre entre les obligations des sociétés cotées en matière de publication d'informations qui engendrent certains coûts, et la nécessité pour l'offrant de disposer d'une information adéquate afin de porter un regard objectif sur l'acquisition envisagée.

En ce qui concerne le principe de neutralisation des restrictions, la Commission devrait songer à préciser les restrictions qui seraient inapplicables pendant la période d'offre. Le net refus des États membres de le rendre obligatoire provient en effet de la généralité du principe, qui ne fait pas de distinction entre les nombreuses restrictions utilisées en pratique. Or, les États appliquent à des degrés divers une neutralisation de certaines restrictions, comme la Belgique le fait avec les clauses d'agrément et de préemption, ou encore la France qui rend inapplicables les restrictions statutaires à la cessibilité des titres en période d'offre. Un régime affiné serait plus facilement accepté et viendrait enrichir les bases communes de la réglementation européenne des OPA.

À l'issue de ce travail de recherche, nous sommes donc convaincus que l'harmonisation du droit des offres publiques d'acquisition doit se poursuivre. La mondialisation nous réserve encore son lot de surprises, c'est pourquoi il est primordial de continuer à s'unir afin de faire face aux défis de demain et ce, malgré la diversité qui caractérise l'Union européenne.

# Bibliographie

## Législation

### *Internationale*

- Organisation mondiale du commerce, *Annexe 1B de l'Accord instituant l'Organisation mondiale du commerce (OMC)*, disponible sur [https://www.wto.org/french/docs\\_f/legal\\_f/26-gats.pdf](https://www.wto.org/french/docs_f/legal_f/26-gats.pdf).

### *Union européenne*

- Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.U.E.*, L. 142, 30 avril 2007, pp. 12 à 23.

### *Belgique*

- Code des sociétés, 7 mai 1999.
- Loi du 1<sup>er</sup> avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, *M.B.* 26 avril 2007.
- Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.* 23 mai 2007.
- Exposé des motifs, Doc. parl., Ch. repr., sess. 2006-2007, n°51, 2834/001, disponible sur <http://www.lachambre.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=ListDocument.cfm>.

### *Royaume-Uni*

- City Code on Takeovers and Mergers, disponible sur <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>.
- Companies Act 2006, section 28

### *France*

- Code du Commerce, disponible sur <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379>.

### *Allemagne*

- Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer, 4 mai 1976, *Bundesgesetzblatt IS. 1153*.
- Wertpapiererwerbs-und-Übernahmegesetz, disponible sur [https://www.gesetze-im-internet.de/wp\\_g/BJNR382210001.html](https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/BJNR382210001.html).

## Jurisprudence

### *Belgique*

- Bruxelles, 21 janvier 2003, *J.D.S.C.*, 2006, liv. 16, pp. 175 à 176.

- Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc., 16 A.3d 48, 129 (Del. Ch. 2011) disponible sur <https://h2o.law.harvard.edu/cases/5452>.
- Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984), disponible sur <https://h2o.law.harvard.edu/collages/4289>.
- Moran v. Household International (Del. 1985), 500 A.2d, disponible sur <https://h2o.law.harvard.edu/collages/8890>.
- Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986), disponible sur <https://h2o.law.harvard.edu/cases/2967>.
- Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985), disponible sur <https://casetext.com/case/unocal-corp-v-mesa-petroleum-co>.

## Doctrine

### *Francophone*

- ANTOINE, J., CAPIAU-HUART, M.-C., « Les offres publiques d'acquisition », *Titres et Bourse*, Tome 2, Bruxelles, Larcier Business, 2012, pp. 309 à 327.
- ALLEMAND, I., « Le rôle du marché des dirigeants dans le système de gouvernance des entreprises : une revue de la littérature », *Gestion 2000*, vol. 23, n°3, Louvain-la-Neuve, Recherches et Publications en Management A.S.B.L., 2006, pp. 21-58.
- BRUYNEEL, A., « Le droit des O.P.A. en 2007 », *J.T.*, Bruxelles, Larcier, 2007, n°6277, pp. 569-583.
- DAL, G.-A., NICAISE, P., « L'actionnaire minoritaire », *Rev. prat. Soc.*, Bruxelles, Larcier, 2015, n° 7137, pp. 551 à 590.
- DE BEAUFORT, V., « La bourse aujourd'hui : quelle attractivité pour les entreprises mais aussi pour les épargnants ? Évolution de la réglementation, quête de sens, pédagogie... Quelles réformes pour l'avenir de la place financière de Paris – Colloque du 9 avril 2015 organisé par Droit & Croissance, le centre européen de droit et économie – ESSEC et CapitalCom, sous la direction de Viviane de Beaufort », *R.D.T.F.*, n°1/2, Paris, 2015, pp. 3 à 29.
- DE CORDT, Y., *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004, n° 584, 1050 p.
- DENIAUD, C., VERMEILLE, S., « Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition (OPA) en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? », *R.D.T.F.*, Paris, 2013, n°4, pp. 1 à 18.

- DIEUX, X., « Du « marché efficient » au « marché fiable ? » À propos de la nouvelle réglementation belge en matière de transparence », *Mélanges E. Wymeersch*, 2008, pp. 397 à 410.
- DIEUX, X., *Droit, morale et marché*, Bruxelles, Bruylant, 2013, coll. Penser le droit, 830 p.
- DIEUX, X., « Nouvelles observations sur l'abus de majorité ou de minorité dans les personnes morales fonctionnant selon le principe majoritaire », *R.G.D.C.*, 1998, pp. 8 à 22.
- FORIERS, P.-A., HIRSCH, S., MARQUETTE, V., JAFFERALI, R., *Les offres publiques d'acquisition – Le nouveau régime*, Bruxelles, Larcier, 2008, 448 p.
- FYON, M., « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition – (Première partie) », *D.B.F.-B.F.R.*, vol. 4, Bruxelles, Larcier, 2007, pp. 242 à 280.
- FYON, M., « Contrôle et mesures anti-OPA », *Contrôle, stabilité et structure de l'actionnariat*, sous la direction de G.-A. DAL, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 291 à 346.
- GILCART, S., « Libération du capital: abus de droit et abus de majorité », Note sous Comm. Bruxelles 31/01/1997, *J.D.S.C.*, 1999, pp. 20 à 21.
- GOLLIER, J.-M., « L'OPA volontaire de l'actionnaire majoritaire - Commentaires des affaires Tractebel et Cobepa - (n° 6831) », *Rev. prat. Soc.*, Bruxelles, Larcier, 2001, liv. 1, pp. 5 à 72.
- MARTEL, P., « Les mesures anti-OPA en Europe », disponible sur [http://www.groupes.finances.gouv.qc.ca/GTPEQ/.../Paul\\_Martel\\_Europe.pdf](http://www.groupes.finances.gouv.qc.ca/GTPEQ/.../Paul_Martel_Europe.pdf).
- MEUNIER, J., DE CROMBRUGGHE, N., « La position de la société cible sous la législation OPA », *D.B.F.-B.F.R.*, vol. 3, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 126 à 172.
- MICHEL, G., « Les droits des minoritaires (droit français des sociétés) », *Revue internationale de droit comparé*, vol. 54, n° 2, Avril-juin 2002, pp. 401 à 413.
- MILGROM, P., ROBERTS, J., *Économie, organisation et management*, sous la direction de B. RUFFIEUX, Paris, De Boeck, 1997, 829 p.
- PIETRANCOSTA, A., « La protection des investisseurs dans un contexte d'OPA », *Colloque Unidroit*, Rome, 6 décembre 2010, 22 p.
- SAERENS, P., « L'abus (en droit des sociétés), mais dans quel but ? », *Droit des affaires et sociétés : actualités et nouveaux enjeux*, sous la direction de J. MALHERBE et E.-J. NAVEZ, Limal, Anthemis, 2013, coll. Pratiques des sociétés, 285 p.

- SASSENOU, M., CHARLETY-LEPERS, P., « L'impact patrimonial des offres publiques d'achat et d'échange : le cas français », *Revue économique*, vol. 45, n°3, 1994, pp. 625-638.
- VAN DEN HOVE, B., « Les offres publiques d'acquisition et de retrait en Belgique. Aspects théoriques et pratiques », *G.U.J.E. Traité théorique et pratique*, Bruxelles, Kluwer, 2e éd., 2008, Titre IV, liv. 50, 95 p.
- VIANDIER, A., « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », *Rev. prat. Soc.*, Bruxelles, Larcier, 2015, n° 7134, pp. 473 à 487.

### *Anglo-saxonne*

- ARMOUR, J., JACOBS, J. B., MILHAUPT, C. J., « The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework », *Harvard International Law Journal*, 2011, vol. 52, pp. 219 à 286.
- ARMOUR, J., SKEEL, D. A. Jr., « Who writes the rules for hostile takeovers, and why - The divergence of U.S. and U.K. takeover regulation », *Regulation*, 2007, Vol. 30, Issue 3, pp. 50 à 59.
- ARMOUR, J., SKEEL, D. A. Jr., « Who writes the rules for hostile takeovers, and why - The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation », *Georgetown Law Journal*, 2007, Washington, pp. 1727 à 1794.
- CHEN, L.-J., « Defensive measures in case of takeover under German Takeover Act and Delaware Corporate Law », *National Taiwan University Law Review*, 2007, vol. 2, Issue 2, pp. 93 à 114.
- DAVIDOFF, S., « The SEC and the failure of Federal Takeover Regulation », *Florida State University Law Review*, 2009, vol. 34, Issue 2, pp. 211 à 270.
- DOUMA, S., SCHREUDER, H., *Economic approaches to organizations*, Harlow, Financial Times/Prentice Hall, 2002, 3e éd., 282 p.
- GILLEN, M., « Economic efficiency and takeover bid regulation », *Osgoode Hall Law Journal*, 1986, vol. 24, issue 4, Toronto, pp. 919 à 960.
- FERRARINI, G., MILLER, G. P., « A Simple Theory of Takeover Regulation », *Cornell International Law Journal*, 2009, vol. 42, issue 3, pp. 301 à 334.
- HOPT, K. J., « Takeover defenses in Europe : a comparative, theoretical and policy analysis », *Columbia Journal of European Law*, 2014, vol. 20, Issue 3, pp. 249 à 282.

- KENGELBACH, J., KEIENBURG, G., GJERSTAD, K., NIELSEN, J., WALKER, D., WALKER, S., « From acquiring growth to growing value », *bcg.perspectives*, 12 octobre 2015, disponible sur <https://www.bcgperspectives.com/content/articles/merger-acquisitions-divestitures-from-acquiring-growth-growing-value/>.
- MAGNUSON, W., « Takeover regulation in United States and Europe : an institutional approach », *Pace International Law Review*, 2009, vol. 21, Issue 1, pp. 205 à 240.
- MATHESON, J. H., OLSON, B. A., « Shareholder rights and legislative wrongs toward balanced takeover legislation », *George Washington Law Review*, 1990-1991, vol. 59, Issue 6, pp. 1425 à 1569.
- PATRONE, M., « Sour chocolate: The U.K. Takeover Panel's improper reaction to Kraft's acquisition of Cadbury », *International Law & Management Review*, 2011, vol. 8, pp. 63 à 86.
- PEETZ, M., «Protecting Shareholders from Themselves How the United Kingdom's 2011 takeover code amendments hit their mark », *Penn State Journal of Law and International Affairs*, 2013, vol. 2, Issue 2, pp. 409 à 446.
- PHELPS, A. Jr., « Corporate defenses to takeover bids », *Tulane Law Review*, 1969-1970, vol. 44, Issue 3 , pp. 517 à 556.
- PENNINGTON, R., « Takeover bids in the United Kingdom », *American Journal of Comparative Law*, 1969, vol. 17, Issue 2, pp. 159 à 193.
- SAULSBURY, A., « The availability of takeover defenses and deal protection devices for anglo-american target companies », *Delaware Journal of Corporate Law*, 2012, vol. 37, pp.115 à 162.
- ROGERS, P., ALTVATER, C., « How to defend a hostile takeover bid in Germany », *International Financial Law Review*, 1998, vol. 17, issue 2, pp. 24 à 26.
- SERETAKIS, A., « Hostile takeovers and defensive mechanisms in the United Kingdom and the United States : A case against the United State regime », *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, Colombus, 2013, vol. 8, Issue 2, pp. 245 à 280.
- TEAGUE, J. W., « Does corporate culture justify defensive measures to takeover attempts », *Baylor Law Review*, 1990, vol. 42, Issue 4, pp. 791 à 824.
- VENTORUZZO, M., « Europe's Thirteenth Directive and U.S. takeover regulation : regulatory means and political and economic ends », *Texas International Law Journal*, 2006, pp. 171 à 222.
- WEBER-RAY, D., « Germany takes lead on takeover law », *International Financial Law Review*, 2002, vol. 21, Issue 3, pp. 12 à 15.

- ZWECKER, A., « The UE takeover directive : eight years later, implementation but still no harmonization among member states on acceptable takeover defenses », *Tulane Journal of International and Comparative Law*, New-Orleans, 2012, vol. 21, n°1, pp. 233 à 260.

#### *Néerlandaise*

- FELTKAMP, R., FERON, B., T'JONCK, G., « *De nieuwe OBA-WET- La nouvelle loi OPA*, coll. Cahiers AEBDF/EVBFR Belgium, n°20, Bruxelles, Bruylant, 2008, 428 p.
- NELISSEN GRADE, J.-M., « De dertiende richtlijn betreffende het openbaar overnamebod », *T.R.V.*, 2006, pp. 104-128.

### Rapports

#### *Union européenne*

- BOLKENSTEIN, F., « Communiqué de presse : Droit des sociétés: La Commission accueille favorablement le rapport du groupe d'experts sur les offres publiques d'acquisition », Bruxelles, 10 janvier 2002, disponible sur [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-02-24\\_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-02-24_fr.htm?locale=fr).
- Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 21 février 2007.
- Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 28 juin 2012.
- Commission européenne, *Livre vert, Construire l'Union des marchés des capitaux*, Bruxelles, 18 février 2015, disponible sur [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_fr.pdf).
- Marccus Partners, en collaboration avec le Centre for European Policy Studies, *Study on the application of Directive 2004/25/CE on takeover bids*, 2012, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm).
- *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 10 janvier 2002.

#### *France*

- Commission des affaires économiques, « Proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel », *Rapport*, 17 juillet 2013.
- LEPETIT, J.-F., « Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition », Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, 27 juin 2005, disponible à l'adresse <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/054000470/index.shtml>.

- The takeover panel code Committee, « Review of the 2011 amendments to the takeover code », disponible sur <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2012/01/2012-8.pdf>

### Articles de presse

- DUMOULIN, S., « Vivendi sort vainqueur de son OPA hostile sur Gameloft », disponible sur <http://www.lesechos.fr/tech-medias/hightech/021973581945-vivendi-sort-vainqueur-de-son-opa-hostile-sur-gameloft-2002244.php>.
- FAINSIBLER, D., « Danone veut tout alléger », disponible sur <http://archives.lesechos.fr/archives/2013/Enjeux/00299-030-ENJ.htm>.
- LE GALÈS, Y., « La loi Florange porte atteinte à l'attractivité de la France », Le Figaro blog, 19 décembre 2013, disponible à l'adresse <http://blog.lefigaro.fr/legales/2013/12/reforme-des-opa.html>.
- MACELHONE, I., et BAHEU-DERRAS, B., « La loi Florange manque sa cible sur les offres publiques », *Agefi Hebdo*, 27/02/2014, disponible sur <http://www.agefi.fr/corporate/actualites/hebdo/20151210/loi-florange-manque-cible-offres-publiques-151252>.
- PONTIROLI, T., « L'OPA de Bolloré sur Gameloft en 12 leçons », disponible sur <http://www.clubic.com/pro/actualite-e-business/actualite-807674-opa-bollore-gameloft-10-lecons.html>.
- Le Parisien, « Danone revient à la croissance en 2015 et confirme ses objectifs pour 2016 », disponible sur <http://www.leparisien.fr/flash-actualite-economie/danone-revient-a-la-croissance-en-2015-et-confirme-ses-objectifs-pour-2016-23-02-2016-5570867.php#xtref=https%3A%2F%2Fwww.google.be>.

Place Montesquieu, 2 bte L2.07.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique [www.uclouvain.be/drt](http://www.uclouvain.be/drt)

