

Les mesures de défense face à une offre publique d'acquisition

Mémoire réalisé par
Jérôme Lombet

Promoteur(s)
Yves De Cordt

Année académique 2016 - 2017
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>.

Remerciements

Ce mémoire est l'aboutissement d'un travail dont je n'aurai pu atteindre la réalisation sans le soutien de personne vers qui j'adresse mes remerciements les plus sincères.

En premier lieu, à mon promoteur Yves De Cordt sans qui ce sujet serait resté une nébuleuse opaque à mes yeux.

Mes remerciements se portent également vers les étudiants en droit avec lesquels j'ai pu avoir d'excellents échanges quant à ce mémoire.

Ces remerciements ne sauraient être complets sans la mention de trois personnes qui m'ont soutenu et motivé durant la rédaction de ce mémoire : Myriam Marion, Christiane Marion ainsi que Sylvia Suarez Garcia.

Enfin, je remercie toute personne qui de prêt ou de loin m'a soutenu dans l'épanouissement de ce travail.

« Ce qui vaut la peine d'être fait, vaut la peine d'être fait pour de l'argent »

M. DOUGLAS, *Wall Street*

Place Montesquieu, 2 bte L2.07.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique www.uclouvain.be/drt



Table des matières.

Table des matières.	1
Introduction.	3
Titre 1. Les offres publiques d’acquisition volontaires.	5
<i>Section 1. Notions.</i>	5
§1. Une offre.	5
§2. Le caractère public de l’offre.	6
§3. Le caractère volontaire de l’offre.	8
§4. Une offre hostile.	8
<i>Section 2. Les enjeux et le cadre juridique.</i>	9
§1. Les enjeux des offres publiques d’acquisition.	9
§2. Historique.....	10
§3. La directive et la loi OPA.	12
Titre 2. Les protections face aux offres publiques d’acquisition.	15
<i>Section 1. Les mécanismes de défense disponibles dans le paysage juridique belge.</i> 15	
§1. Mesures visant la structure de la société.....	15
§2. Mesures non-structurelles mises en place avant le lancement de l’OPA.....	21
§3. Mesures non-structurelles mises en place pendant l’OPA.....	29
<i>Section 2. Les pouvoirs des organes de la société – Analyse de l’article 557 du Code des sociétés.</i>	30
<i>Section 3. Le régime prévu par la directive.</i>	31
§1. Le principe de passivité.	32
§2. Le principe de neutralisation.....	34
§3. Le régime optionnel et le principe de réciprocité.	36
§4. Le principe de transparence.	37
<i>Section 4. Le régime choisi par le législateur belge.</i>	38
<i>Section 5. Les Contrôles des OPA.</i>	43

§1. Le pouvoir de la FSMA.	43
§2. Les recours judiciaires.	45
Titre 3. Le régime des moyens de défense à l’extérieur de la Belgique.....	47
<i>Section 1. Le droit français et la directive OPA.</i>	<i>47</i>
Section 2. Le droit allemand et la directive OPA.	50
<i>Section 3. Rule of Passivity et Business judgment rule: UK vs. USA.</i>	<i>52</i>
Conclusions.....	56
Bibliographie	59
<i>Législation</i>	<i>59</i>
Législation européenne	59
Législation belge.....	59
Lois étrangères	60
<i>Doctrine</i>	<i>60</i>
<i>Sources internet.</i>	<i>63</i>
<i>Autre.....</i>	<i>64</i>

Introduction.

Quand on évoque les termes d'offres publiques d'acquisition ou d'OPA, certains ne peuvent s'empêcher d'imaginer un milliardaire en Blue jean sauvant son groupe de société d'un coup d'état pouvant mettre à mal toute l'économie des Etats-Unis d'Amérique, le tout emballé dans de sombres affaires de manipulations, de mensonges et de conflits internationaux.¹

Bien que la réalité soit moins excitante, les OPA restent, pour la conscience collective, un exemple de combats sans pitié entre actionnaires que l'on retrouverait sur les grandes places boursières. Pourtant, vu les circonstances politiques et économiques, celles-ci sont loin d'occuper une place importante dans les actualités européennes et il serait intéressant de se pencher sur ces dernières. Ce travail portera sur les OPA et plus précisément sur les moyens de défense qu'il est possible de mettre en œuvre face à une telle opération.

Cette thématique est d'autant plus intéressante qu'elle recouvre plusieurs dimensions. De par ces bases en premier lieu : en effet, se trouvant à la rencontre de la protection des actionnaires et de la recherche d'une efficacité des marchés financiers, les OPA sont du domaine du droit des sociétés ainsi que du droit financier. Ces deux courants du droit des affaires appellent certains concepts tel que l'égalité entre actionnaires ou les possibles conflits d'intérêt qui pourraient exister entre celui des dirigeants en tant que personne et en tant que représentant de la société et il serait intéressant de développer des réponses à cela.

De plus, l'Union européenne étant continuellement en construction, il est évident que le phénomène des OPA ne peut lui avoir échappé, notamment dans sa volonté de création d'un marché unique, et il est intéressant de porter attention à son attitude face à de telles opérations.

Avant d'approfondir le sujet, il nous semble important de définir les offres publiques d'acquisition dans ces grandes lignes. Ce sont des opérations qui permettent à des offrants de proposer à l'entière des actionnaires d'une société cotées une valeur de leurs titres supérieure à celle reprise dans les marchés pendant une période déterminée. Cette opération fut définie par les financiers de la *City* dans les années 50 après l'opération du rachat de British Aluminium par le groupe Reynolds.² Pour ce qui est de la Belgique, la première évocation d'une OPA se trouve dans les rapports de 1958-1959 de la Commission bancaire.³

¹ J. VAN HAMME et P. FRANCO, « Business Blues », *Largo Winch*, Tome 4, Bruxelles, Dupuis, 1993.

² https://fr.wikipedia.org/wiki/Offre_publicue_d%27achat#La_premi.C3.A8re_OPA, consulté pour la dernière fois le 11 août 2017.

³ A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *J.T.*, 2007, p. 570.

Face à la multitude d'offres publiques existantes dans notre paysage financier, nous ciblerons notre travail uniquement sur les offres publiques d'acquisition volontaires et hostiles⁴ et plus spécifiquement sur les moyens de défense qui peuvent être mis en œuvre par une société se trouvant sous le feu d'une telle opération.

Partant de cette base, plusieurs questions sont alors à soulever. Tout d'abord est-il possible de se défendre face à une OPA et quels sont les moyens, en cas de réponse positive, qu'offre les textes législatifs ? Enfin, à quel organe de la société cible revient le devoir ou la possibilité de prévoir ou de mettre en œuvre ces mécanismes ? Est-ce une prérogative des dirigeants qui voient un danger pour l'avenir du management de la société, avec le risque de rentrer en conflit avec leurs propres intérêts ou cela revient-il aux actionnaires ?

Pour répondre à ces questions, ce travail se divisera en trois parties. La première concernera les offres publiques d'acquisition en tant que telle. Quelles sont les définitions données par les législateurs belge et européen et existe-t-il des différences de notions entre les différentes réglementations. Dans la continuité de cette partie, nous nous pencherons sur les enjeux véritables derrière les OPA ainsi que son historique dans le paysage belge et européen.

Dans la seconde partie, nous nous pencherons sur les mécanismes de défense disponibles dans la législation belge ainsi que sur les pouvoirs des organes de la société. Se faisant, nous analyserons les apports qui sont parvenus par le législateur européen ainsi que l'attitude du législateur belge face à ces derniers. Nous clôturerons cette partie par l'évocation du pouvoir de contrôle que détient la FSMA ainsi que les recours possibles dans le paysage judiciaire belge.

Dans la dernière partie de ce travail, nous dépasserons les frontières de la Belgique afin d'avoir un aperçu des régimes prévus par les systèmes français et allemand. Ces deux nations étant les moteurs économiques de l'Union européenne, il nous semblait intéressant de se pencher sur leur attitude face à de telles opérations. Enfin, nous reviendrons aux fondamentaux des OPA en survolant les solutions trouvées tant au Royaume-Unis qu'aux Etats-Unis d'Amérique. L'intérêt que nous leur portons provient de leur différence de philosophie qui seront par ailleurs une des sources des débats qui bloqueront le législateur européen dans son ambition législative. Le Royaume-Uni croit en l'effacement des dirigeants face à une OPA, *Passivity Rule*, alors que les USA leur accorde toute la confiance, *Business Judgment Rule*.

⁴ Il existe en effet des offres publiques d'échanges, des offres publiques obligatoires, des offres publiques amicales, etc.

Titre 1. Les offres publiques d'acquisition volontaires.

Section 1. Notions.

La loi OPA⁵ définit à l'article 3, §1^{er}, 1^o les offres publiques d'acquisition comme « *Une offre s'adressant aux détenteurs de titres de la société visée et destinée à acquérir tout ou partie de leurs titres, que l'offre soit volontaire ou obligatoire* ».

La définition du législateur belge se veut plus large que celle employée par le législateur européen^{6,7}. En effet, il n'est fait aucune mention du caractère public dans la définition belge, les acquisitions de titres propres ne sont pas exclues et elle ne se limite pas aux offres « *qui suivent ou ont pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée* ».⁸

Il est intéressant de s'attarder sur les termes de cette définition en droit belge.

§1. Une offre.

Tout d'abord, les OPA sont des offres. Cela est à comprendre au sens du droit commun qui la définit comme « *une déclaration de volonté unilatérale par laquelle une personne s'engage à conclure un contrat aux conditions qu'elle précise* »^{9,10}.

Les conditions de cette offre sont reprises à l'article 3 de l'arrêté royal OPA¹¹. Celui-ci dispose que l'offre doit porter sur la totalité des titres donnant droit de vote ou donnant accès au droit de vote non encore détenu par l'offrant.¹² L'offrant ne peut donc pas décider de lancer son opération sur une partie des titres lui octroyant ainsi la possibilité d'obtenir le pouvoir dans la société cible en ne visant que le pourcentage de titre lui manquant afin d'atteindre la majorité absolue des titres de cette dernière. Cependant, il lui est possible de joindre à l'offre des conditions de réalisation : il peut ajouter à son offre un seuil à partir duquel l'offre prendra véritablement effet. L'offrant souhaitant acquérir la société ne désire pas obtenir un taux trop

⁵ Loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 26 avril 2007, p. 22378.

⁶ Dir. (CE) n° 2004/25 du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.U.E.*, L 142, du 30 avril 2004, p. 12.

⁷ « *Une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national* », Dir. OPA, art. 2.1, a.

⁸ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *Les offres publiques d'acquisition, le nouveau régime*, Bruxelles, Larcier, 2008, p. 15 ; M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (Première partie) », *Dr. banq. fin.*, 2007, p. 246.

⁹ P. WÉRY, *Droit des Obligations Volume 1 Théorie générale du contrat*, Bruxelles, Larcier, 2011 p. 153.

¹⁰ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*

¹¹ A.R. du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007, p. 27736.

¹² A.R. du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, art. 3, 1^o, *op. cit.*

bas de titres qui lui feront dépenser ses fonds en ne lui apportant aucun pouvoir au sein de la société. Si ce seuil n'est pas atteint, alors l'offre devient caduque.

De plus, l'offrant doit disposer des moyens financiers nécessaires à la réalisation de l'offre. Ceux-ci doivent se trouver sous la forme « *d'un compte auprès d'un établissement de crédit, soit sous la forme d'un crédit irrévocable et inconditionnel ouvert à l'offrant par un établissement de crédit* ». ¹³

§2. Le caractère public de l'offre.

Le caractère public d'une OPA est défini à l'article 6 de la loi OPA. La directive européenne n'ayant pas pris la peine de définir cette notion, le législateur belge s'est donc inspiré d'autres législations ¹⁴ pour établir sa définition. ¹⁵

Deux critères non cumulatifs doivent être pris en compte pour apprécier le caractère public de l'offre. Premièrement, la diffusion, sur le territoire belge, d'une communication présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et deuxièmement la mise en œuvre sur le même territoire de procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, destinés à annoncer ou à recommander l'offre d'acquisition. ¹⁶ Tout comme pour les textes qui les ont inspirés, ces critères doivent recevoir une interprétation très extensive. ¹⁷

Pour ce qui est du premier critère, il est intéressant de voir une sorte de renversement de la charge de la preuve : en effet, le caractère public sera présumé car une simple diffusion, contenant une information suffisante, sous n'importe quelle forme sera satisfaisante. ¹⁸

Toutefois, la question se pose de savoir ce que le législateur a voulu entendre derrière les termes « information suffisante » ? La directive « Prospectus » ¹⁹, à l'origine indirectement de la loi OPA, du moins pour cet aspect, ne répond pas à la question et laisse le soin aux Etats membres de définir cette notion.

¹³ A.R. du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, art. 3, 2°, *op. cit.*

¹⁴ Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006, p. 31352 et AR du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières, *M.B.*, 17 août 1999, p. 30448. (Par après, Loi Prospectus)

¹⁵ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 17.

¹⁶ Loi OPA, art. 6 §1 1° et 2°.

¹⁷ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 18.

¹⁸ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (Première partie) », *op. cit.*, p. 247

¹⁹ Dir. (CE) n° 2003/71 du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.*, L 345, du 31 décembre 2003, p. 64.

Nous nous baserons donc sur les principes de base du droit civil relatif au contrat de vente dont la doctrine enseigne « *que pour qu'un contrat de vente existe, il faut que les parties s'accordent sur les éléments essentiels de cette vente et que ceux-ci soient déterminés ou à tout le moins déterminables* ». ²⁰ L'évocation d'un simple projet d'acquisition sans aucune autre indication ne peut donc pas être compris comme une communication au sens de l'article 6 de la loi OPA dans le cas où l'offre ne répondrait pas au deuxième critère. ²¹

Concernant le deuxième critère, celui est également à concevoir très largement. La loi OPA y inclut au second paragraphe :

1° la diffusion d'informations dans la presse écrite ou dans des publications, périodiques ou non, ou par la radio, la télévision ou tout autre moyen audiovisuel ;

2° la diffusion de circulaires ou de tous autres documents standardisés relatifs à l'opération, même s'ils sont adressés personnellement au destinataire ;

3° la diffusion d'informations par voie de téléphonie ou par recours à un système d'information électronique ;

4° l'utilisation d'autres techniques visant à porter l'opération à la connaissance du public.

Le professeur Fyon indique toutefois une différence quant à l'appréciation de ce critère par rapport au premier : on retrouve ici un élément de fait objectif ce qui diffère de l'appréciation subjective que l'on retrouve dans le premier critère concernant le caractère suffisant ou non de l'information contenue dans la communication. ²²

Il existe néanmoins des exceptions au caractère public des OPA. En effet, lorsque l'offre est proposée uniquement à des investisseurs qualifiés ²³, que l'offre est adressée à moins de cent personnes autres que des investisseurs qualifiés ou que l'offre porte sur de titres dont la valeur nominale unitaire s'élève à moins de 50.000€ alors il y a une dérogation au caractère public. ²⁴

On aperçoit donc un certain parallélisme avec la loi Prospectus ²⁵ sans pour autant rentrer dans une similarité parfaite. Celle-ci n'était pas souhaitée par le législateur étant donné les

²⁰ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (Première partie) », *op. cit.*

²¹ *Ibid.*

²² *Ibid.*, p. 248.

²³ Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006, p. 31352, art. 10.

²⁴ Loi OPA, art. 6, §3.

²⁵ Voy. Note de bas de page n°14.

différences existantes entre les deux opérations, notamment vu la nature différente des opérations visées par les deux lois.²⁶

§3. Le caractère volontaire de l'offre.

Dans notre paysage juridique, nous retrouvons deux types d'OPA : celles qui sont volontaires ou obligatoires. Seules les premières nous intéresseront dans ce travail, mais il est intéressant de pouvoir les différencier.

L'offre publique d'acquisition est obligatoire lorsqu'elle répond aux conditions reprises à l'article 5 de la loi OPA. Pour résumer, elle est obligatoire lorsque l'offrant, suite à une acquisition, détient directement ou indirectement un certain pourcentage des titres avec droit de vote émis par la société cible.²⁷ En Belgique, le pourcentage est de 30%.

A contrario, une offre publique d'acquisition est volontaire lorsque son lancement est uniquement motivé par la simple volonté de l'offrant afin d'acquérir ou de renforcer le contrôle d'une société.²⁸

§4. Une offre hostile.

Ici encore, une différenciation est à faire : celle-ci provient des affaires et n'a pas de définition dans le paysage législatif. La différence repose sur l'attitude du conseil d'administration face à l'OPA. Face à une OPA amicale, il appuiera l'opération alors que dans une opération hostile, il s'y opposera farouchement.

C'est dans ce dernier cas que des mesures de défense seront mises en place. En effet, face à une opération qu'il n'aura pas souhaitée, le conseil d'administration tentera de dissuader l'offrant en mettant en place des mécanismes qui rendront l'opération moins alléchante ou plus compliquée à accomplir.²⁹

²⁶ Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, Exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch., s.o. 2006-2007, n°51-2834/001, p. 20.

²⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *Droit des sociétés – Précis – Droit européen, droit belge*, 4^{ème} ed., Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 1103.

²⁸ *Ibid.*

²⁹ J. MEUNIER, N. DE CROMBRUGGHE, « La position de la société cible sous la législation OPA », *Dr. banc. fin.*, 2009, p. 152 ; R. WITTERWULGHE, *L'offre publique d'acquisition au service d'un marché de société*, Bruxelles, La Renaissance du Livre, 1973, p 160.

L'origine de l'hostilité importe peu : il est tout à fait possible de se retrouver face à une OPA hostile dès le début de l'opération ou face à une hostilité qui vient s'ajouter à l'OPA de base par une contre-offre.³⁰

Section 2. Les enjeux et le cadre juridique.

§1. Les enjeux des offres publiques d'acquisition.

Avant de restituer l'évolution historique du régime, il est intéressant de comprendre les enjeux qui se trouvent derrière une opération d'OPA. Pourquoi un investisseur ferait l'acquisition d'une société pour une valeur supérieure à celle reprise dans les marchés et quelles sont les craintes des gérants de cette société de se faire racheter ?

Pour les actionnaires, les OPA sont en grande partie un moyen de contrôle et de sanction des gestionnaires de la société.³¹ Les contrôles des actionnaires, via le mécanisme des OPA, vers les gérants au sein des sociétés semblent assez persuasifs bien qu'ils ne soient pas les plus flexibles.³² En effet, si l'opération d'OPA réussit, il est fort probable que le conseil d'administration de la société soit complètement changé et ainsi, les anciens gérants seront mis de côté.³³ La peur de perdre son poste pousse alors les dirigeants à optimiser les profits de la société.³⁴ Nous pouvons y voir un stimulant qui inciterait les dirigeants à gérer efficacement la société.³⁵

Pour l'offrant, lancer un OPA permet de recouvrer plusieurs objectifs. Le principal est qu'il s'agisse pour lui « *d'un moyen d'acquisition de société plus rapide, moins aléatoire et moins onéreux qu'un ramassage en bourse de longue durée, qui risque de s'accompagner d'une sensible hausse du cours.* »³⁶. Elles permettent également de faire sortir d'une société les actionnaires minoritaires et éventuellement de se retirer des marchés en devenant l'unique actionnaire de la société.³⁷

³⁰ P. VAN OMMESLAGHE, « Le rôle et les pouvoirs du conseil d'administration de la société visée », *OPA et modifications de contrôle : actualités législatives et judiciaires*, Séminaire Vanham & Vanham du 22 avril 2004, p. 3.

³¹ Y. DE CORDT, « Les enjeux de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 5.

³² *Ibid.*, p. 6.

³³ A. AUTENNE, « Le droit des offres publiques d'achat : Eléments d'analyse économique néo-institutionnaliste », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007 p. 345.

³⁴ Y. DE CORDT, *op. cit.*, p. 6.

³⁵ *Ibid.*, p. 10.

³⁶ *Ibid.*, p. 9.

³⁷ *Ibid.*

En faisant l'acquisition d'une société, l'offrant cherche également à améliorer le contour de la société : en effet, suite à une OPA réussie, il ne serait pas étonnant de voir apparaître des mouvements qui amèneraient à des synergies économiques entre les sociétés réunies sous une même main.³⁸ Cette hypothèse ajoutée à celle du remplacement de l'équipe managériale au profit d'une plus performante apporte également un avantage pour l'offrant. La perspective d'une amélioration de la société pousse en effet vers une augmentation des cours des actions des sociétés concernées.³⁹

Toutefois, il ne faut pas perdre des yeux les défauts des OPA. Bien qu'une majorité d'études économiques⁴⁰ ont démontré les effets bénéfiques de ces opérations, celles-ci ont leur côtés sombre : simple désir de spéculation sans aucun projet économique, folie des grandeurs de dirigeants, aveuglement des dirigeants par le simple taux de bourse, démantèlement d'entreprises, etc.⁴¹

§2. Historique.

Un encadrement réglementaire était devenu une nécessité dans ce domaine.⁴² En effet, une égalité et une information suffisante sont obligatoires pour garantir un déroulement honorable de l'opération. Cependant, le régime des OPA tel que nous le connaissons aujourd'hui nous vient d'une série de réformes législatives que l'on peut diviser en cinq périodes.⁴³

La première période est on ne peut plus anarchique. En effet, nous étions face à une absence totale de réglementation concernant les OPA et ces dernières étaient d'une rareté certaine.⁴⁴ De plus, la Commission bancaire créée en 1935 se voulait fort peu interventionniste.⁴⁵ La première apparition du terme « offre publique d'acquisition » se trouve dans le rapport 1958-1959 de la Commission bancaire, et est définie comme un mode d'acquisition rapide auquel on ne saurait échapper dans l'évolution du marché européen.⁴⁶ Cette période fut terminée par l'intervention du législateur avec l'élaboration de la loi du 10 juin 1964

³⁸ A.AUTENNE, *op. cit.*, p. 347.

³⁹ *Ibid.*, p. 346.

⁴⁰ R.S. RUBACK, « Assessing competition in the market for corporate acquisitions », *Journal of Financial Economics*, 1983, pp. 141 et s. ; I. WILLAERTS, « Survaleur, synergie et surenchère », *Rev. Banq.*, 1992, pp. 22 et s.

⁴¹ Y. DE CORDT, *op. cit.*, p. 11.

⁴² *Ibid.*, p. 12.

⁴³ A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 570.

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques. Offres et émissions publiques d'instruments de placement. Offres publiques d'acquisition. Offres publiques de reprise.*, Bruxelles, Bruylant, 2016, p. 169.

⁴⁶ A. BRUYNEEL, « les offres publiques d'acquisition, réforme de 1989 », *J.T.*, 1990, p. 142.

élargissant le champ d'application de l'article 26 de l'arrêté royal n°185 du 9 juillet 1935 à « toutes offres publiques d'échange ou d'achat ». ⁴⁷ De plus, la Commission bancaire reçoit de nouvelles compétences : chaque offre publique d'échange ou d'achat devait faire l'objet d'une information préalable et l'offrant devait fournir un prospectus à cette dernière. ⁴⁸ L'affaire « Sofina » et quelques OPA marquèrent également cette période.

Ces quelques opérations vont permettre à la Commission bancaire de développer une doctrine et cela mènera à la troisième période. En effet, cette dernière est celle de l'affirmation de la Commission bancaire quant à sa doctrine concernant les offres obligatoires. ⁴⁹

Quelques batailles de contrôle, notamment celle de la Société générale de Belgique, marquèrent une nouvelle période qui verra l'arrivée de la loi du 2 mars 1989. ⁵⁰ Cette loi énonçait dans son second chapitre trois objectifs en ce qui concerne les OPA : Premièrement, assurer l'information et l'égalité de traitements des porteurs de titres ; deuxièmement, favoriser la transparence et le bon fonctionnement du marché et enfin, éviter que des opérations régulières soient entravées par des opérations ne présentant pas le même niveau de garantie. ⁵¹ Bien que les principes soient toujours présents aujourd'hui, cette loi est loin d'être exemplaire. En effet, elle fut rédigée dans la hâte et souffrait de nombreux problèmes d'interprétation et d'application dont les cours et tribunaux ont tenté, bien que mal, de résoudre. ⁵²

De plus, elle souffrait de problèmes juridiques assez importants. En effet, la loi appelait à l'élaboration d'un arrêté royal ⁵³ et celui reposait sur une base légale controversée tant les pouvoirs conférés au Roi semblaient larges. ⁵⁴ De plus, le régime des OPA volontaires contenait également ses soucis quant à la gestion des rumeurs relatives à une OPA ne trouvait pas son équilibre entre liberté et information, le rôle incertain du conseil d'administration et la tentation de l'autorité de contrôle d'intervenir en matière de prix sans base légale. ⁵⁵ Ces quelques problèmes et l'arrivée sur le paysage législatif européen de la treizième directive concernant les OPA amenèrent le législateur belge à adopter la loi du 1^{er} avril 2007.

⁴⁷ A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 570.

⁴⁸ X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *op. cit.*

⁴⁹ *Ibid.*, p. 170; A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 570.

⁵⁰ A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 570.

⁵¹ X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *op. cit.*

⁵² A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 569.

⁵³ A.R. du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés, *M.B.*, 11 novembre 1989, p. 18603.

⁵⁴ A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 569.

⁵⁵ *Ibid.*

§3. La directive et la loi OPA.

A. Les enjeux d'une réglementation.

Une réglementation concernant les OPA est indispensable, à tout le moins un encadrement minimal est nécessaire.⁵⁶ Le marché est fondé sur l'efficacité et une égalité fonctionnelle, et selon la Cour de cassation, l'égalité entre actionnaire est étroitement liée à une organisation des marchés financiers.⁵⁷ C'est la volonté de maintenir le maintien de cette égalité qui pousse à l'adoption d'une législation : en effet, bien que les actionnaires soient égaux dans une société, rien ne peut obliger un tiers de cette dernière de les traiter de manière égale hormis une loi.⁵⁸

L'égalité que nous retrouvons dans les OPA a pour objectif de rechercher un bon équilibre entre les intérêts stratégiques de l'entreprise qui sont de la responsabilité principalement des actionnaires majoritaires et les intérêts des actionnaires minoritaires qui peuvent parfois être contradictoires. Il est donc primordial, au travers d'une réglementation sur les OPA, d'assurer cette égalité fonctionnelle au sein d'un marché efficient.⁵⁹

Face à ces enjeux, les législateurs, lors de leurs débats, ont dû se poser et répondre à cette question : veut-on rentrer dans un système de favoritisme des OPA, d'empêchement ou s'abstenir de toute réglementation, tout en gardant à l'esprit que la protection des actionnaires doit prévaloir sur celle des dirigeants ?⁶⁰

B. Naissance de la treizième directive.

Les Etats membres se retrouvaient face à une grande diversité de législation OPA au sein de l'Union européenne. Il était donc nécessaire qu'une réglementation se mette en place au niveau européen afin de parvenir à une harmonisation qui favoriserait une intégration financière et économique européenne. Des premières tentatives sont apparues en Europe : le premier projet communautaire date de 1974⁶¹. La philosophie de ce projet ressortira dans le projet de la treizième directive en 1989 mais celui-ci n'aboutira pas suite à un effondrement de

⁵⁶ Voy. cependant, en sens contraire, F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, « The Proper Role of a Target's Management in responding to a Tender Offer », *Harvard Law Review*, 1981, pp. 1161 et s.; Ces auteurs préconisent un libéralisme absolu ; Y. DE CORDT, *op. cit.*, p. 12.

⁵⁷ Cass., 10 mars 1994, *Rev. Banq.*, 1994/5, p. 258.

⁵⁸ L. SIMONT, « L'égalité entre les actionnaires de la société anonyme », *Rev. prat. soc.*, 1997, pp. 243 et 250.

⁵⁹ Y. DE CORDT, *op. cit.*, p. 13.

⁶⁰ *Ibid.*, p. 18.

⁶¹ COMMISSION EUROPÉENNE, *Report on takeover and other bids*, Bruxelles, 1974. Disponible sur : http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf, consulté la dernière fois le 11 août 2017

l'enthousiasme concernant la réglementation des OPA. Enfin un compromis politique prendra forme en 2000 avant d'être rejeté l'année qui suivra.⁶²

Afin de mettre en œuvre la future directive, un groupe d'expert fut mis en place avec pour objectif de rédiger un rapport⁶³ qui servirait de base aux futurs débats au sein du Parlement européen et du Conseil européen. Le rapport est clair : la diversité des réglementations au sein de l'Union européenne ne permet pas d'offrir une chance identique de succès dans chaque Etat membre.⁶⁴ De plus, les situations économiques et culturelles de chaque nation ainsi que la structure de l'actionnariat au sein des sociétés jouent un rôle important en ce qui concerne les OPA.

De ce rapport sortiront deux principes clés : la priorité à la prise de décision par les actionnaires et une proportionnalité entre le capital-risque et le contrôle de la société.⁶⁵ De plus, afin de garantir un *level playing field* au sein de l'Union européenne, il était impératif que ces deux principes ne soient pas négociables par les sociétés ou les Etats membres.⁶⁶

La treizième directive concernant les OPA avait notamment pour ambition d'« *encadrer le développement technique de restructuration tout en assurant, par la mise en œuvre des principes de transparence et d'égalité de traitement, un niveau de protection équivalent aux actionnaires minoritaires des sociétés relevant du droit d'un Etat membre et dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un Etat membre* »⁶⁷. Il était question de créer un *level playing field* avec notamment une harmonisation dans le domaine des mesures de défense sur le territoire européen.⁶⁸ L'un des objectifs de cette directive était en effet d'effacer les obstacles nationaux afin de rendre égales les sociétés européennes face aux OPA.⁶⁹

Cependant, le résultat final est une déception au regard des objectifs et ambitions auxquels elle était destinée. En effet, les deux principales règles souhaitée par le groupe d'expert, celle

⁶² A. COTEGA, « L'acquisition d'entreprises, par offre publique, dans l'Union européenne », *J.D.E.*, 2011, p. 257.

⁶³ COMMISSION EUROPÉENNE, *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.

Disponible sur : http://ecgi.org/takeovers/documents/european/hlg01_2002_fr.pdf, consulté la dernière fois le 01 aout 2017.

⁶⁴ *Ibid.*, p. 2.

⁶⁵ A. COTEGA, *op. cit.*, p. 258.

⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁷ Y. DE CORDT, *op. cit.*, p. 26.

⁶⁸ Y. DE CORDT, *op. cit.*, p. 27 ; A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 572.

⁶⁹ M. BODE, *Le groupe international de sociétés : le système de conflit de lois en droit comparé français et allemand*, Bernes, Peter Lang, 2010, p. 120.

de la passivité et celle de la neutralisation⁷⁰, peuvent être écartées par les Etats membres.⁷¹ Au final, la directive n'apporte qu'une harmonisation minimale au sein de l'Union européenne et cherche à garantir une protection équivalente pour tous détenteurs de titres au sein de l'Union.⁷²

Toutefois, la directive reste intéressante sur plusieurs points et n'est pas à regarder comme un simple résultat de débats parlementaires qui auraient conduit à un « non-événement » :⁷³

- Les Etats membres sans législation concernant les OPA devront désormais se doter d'un régime juridique ;
- La directive donne les grands principes relatifs aux OPA⁷⁴, particulièrement ceux du traitement équivalent, de l'information suffisante pour l'actionnaire, l'obligation pour les organes de la société d'agir dans l'intérêt de celle-ci dans son ensemble et que les activités de la société cible ne peuvent être gênée par l'offre au-delà d'un délai raisonnable ;
- Le régime des offres obligatoires est devenu plus simple et clair⁷⁵ ;
- L'harmonisation technique des OPA⁷⁶ a également connu une avancée.

⁷⁰ Voy. *Infra.*, p. 29.

⁷¹ Y. DE CORDT, *op. cit.*, p. 27 ; A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 572.

⁷² Dir. OPA, Considérant 25.

⁷³ A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *op. cit.*, p. 572.

⁷⁴ Dir. OPA, art. 3.

⁷⁵ Dir. OPA, art. 5.

⁷⁶ Dir. OPA, art. 6, 7, 8, 13, 14, 15 et 16.

Titre 2. Les protections face aux offres publiques d'acquisition.

Nous l'avons compris, certaines OPA ne sont pas acceptées par la société cible et plus particulièrement par le conseil d'administration qui voit dans cette opération la perte de sa position de pouvoir au sein de la société. Face à cette opération, plusieurs mécanismes s'offrent à la société afin de lutter contre cette prise de contrôle.

Nous pouvons retrouver trois catégories de mécanismes de défense : celle visant la structure de la société la rendant ainsi moins attractive pour l'offrant, celle ne visant pas la structure mises en place avant le lancement de l'OPA et celle mises en place pendant l'opération.⁷⁷

Suite à ce panorama, nous nous attarderons sur les pouvoirs des différents organes de la société. Il sera également intéressant de s'arrêter sur les principes repris dans la directive OPA ainsi que l'attitude du législateur belge face à cette dernière. Pour terminer cette deuxième partie, nous décrirons les contrôles possibles face à une OPA par les autorités belges ainsi que les recours disponibles par la société cible.

Section 1. Les mécanismes de défense disponibles dans le paysage juridique belge.

§1. Mesures visant la structure de la société.

a. *La société holding*⁷⁸.

Cette mesure de défense est fréquemment utilisée en Belgique et notamment par les sociétés possédant un actionnaire important.⁷⁹ Elle consiste en une opération par laquelle la majorité des actions de la société cible sont transférées dans une société holding.⁸⁰

Il est néanmoins important de s'assurer de la loyauté des actionnaires de cette société envers les actionnaires de la société visée.⁸¹ En effet, il est possible pour le lanceur d'OPA de chercher à acquérir la société holding afin de prendre le pouvoir sur sa cible première.

Toutefois, le taux de titre avec droit de vote transféré vers la holding a son importance : en effet, si le taux dépasse 30% des titres avec droit de vote, celle-ci devra lancer une OPA

⁷⁷ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 152.

⁷⁸ Une holding est une société qui détient des actions en principe, qui investit dans des participations.

⁷⁹ *Ibid.*, p. 156

⁸⁰ *Ibid.*

⁸¹ *Ibid.*

obligatoire sur la société cible.⁸² Cela est évitable si l'opération a lieu entre personnes liées au sens de l'article 11 du code des sociétés^{83, 84}

b. La certification de titres.

L'article 503 du code des sociétés dispose que « *Des certificats se rapportant à des actions, parts bénéficiaires, obligations convertibles ou droits de souscription peuvent être émis, en collaboration ou non avec la société, par une personne morale qui conserve ou acquiert la propriété des titres auxquels se rapportent les certificats et s'engage à réserver tout produit ou revenu de ces titres au titulaire des certificats. [Ces certificats peuvent revêtir la forme nominative ou la forme dématérialisée.]* ».

Ce mécanisme permet de séparer les droits patrimoniaux et les droits de vote que l'on retrouve normalement dans les titres de la société.⁸⁵ En faisant cela et en rassemblant les droits de vote au sein d'une seule entité juridique, il est plus aisé de connaître l'attitude de ce détenteur face à une offre hostile que celle d'une multitude de personnes. De plus, l'un des avantages de ce moyen de défense est qu'il n'est pas factuel : il fonctionne continuellement et de manière stable sans prendre en considération les différentes crises qui peuvent frapper la société.⁸⁶

Cependant, il n'est pas toujours dissuasif : la certification ne le sera que si certaines conditions sont remplies :

« a) La majorité au moins des actions auxquelles sont attachés des droits de vote sont entre les mains de l'entité émettrice et, le cas échéant, d'actionnaires stables ;

b) l'entité émettrice est organisée de telle sorte qu'une personne extérieure ne peut en acquérir le contrôle ;

⁸² *Ibid.*; A.R. OPA, art. 50, §1.

⁸³ « Pour l'application du présent code, il faut entendre par :

1° " sociétés liées à une société " :

a) les sociétés qu'elle contrôle ;

b) les sociétés qui la contrôlent ;

c) les sociétés avec lesquelles elle forme consortium ;

d) les autres sociétés qui, à la connaissance de son organe d'administration, sont contrôlées par les sociétés visées sub a), b) et c) ...

⁸⁴ A.R. OPA, art. 52, §1 et L. SIMONT, « Protection et défense contre l'OPA », *Financiële herregulering in België*, Kluwer, 1990, p. 559.

⁸⁵ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 156.

⁸⁶ A. FONTAINE et M. VAN DER HAEGEN, « La certification comme moyen de défense contre les O.P.A. », *Rev. prat. soc.*, 1999, p. 64.

c) les détenteurs de certificats ne peuvent exercer une influence décisive sur la désignation des membres de l'organe de gestion de l'émetteur ni sur la manière dont l'émetteur exercera son droit de vote au sein de l'assemblée général de la société concernée ;

d) les détenteurs de certificats ne peuvent librement demander l'échange de leurs certificats contre les actions sous-jacentes. »⁸⁷

Il ne faut pas perdre de vue que la forme que prendra la société certificatrice a une importance réelle. Il est nécessaire que celle-ci soit à l'abri d'une quelconque prise de contrôle extérieure et de plus, que la législation en cours permette une large gamme d'action pour ses organes.⁸⁸

c. *Clauses d'inaliénabilité des titres.*

Ces clauses, qui peuvent être contractuelles ou statutaires, limitent la cessibilité des titres appartenant aux actionnaires. Dans ce cas, les actionnaires ne peuvent tout simplement pas céder leurs titres. Cependant, l'article 510 du code des sociétés précise que celles-ci « *doivent être limitées dans le temps et être justifiées par l'intérêt social à tout moment* ». Il est en effet totalement contraire à l'ordre public de rendre des biens, mobiliers ou immobiliers, inaliénable sans aucune limite dans le temps.⁸⁹ Le second point rend ces clauses fragiles : en effet, les actionnaires désireux de céder leurs titres pourront invoquer le non-respect de l'intérêt social⁹⁰ également à tout moment.⁹¹

Une attention particulière doit être portée sur l'opposabilité de ces clauses envers les tiers. Pour être opposable, elles doivent être reprises dans les statuts ou connues de l'acquéreur si elles sont contractuelles.⁹²

On comprend ici la puissance de ces clauses face à une OPA hostile. En effet, en étant empêché de céder leurs titres avec droit de vote, les actionnaires ne pourront s'en débarrasser auprès d'un offrant.⁹³ De plus, l'article 510 du Code des sociétés a une large portée et autorise tout mécanisme qui aurait un effet d'inaliénabilité : il n'y aura donc pas de débat quant à la qualification d'une telle clause étant donné que c'est l'effet réel de la clause qui la définira.⁹⁴

⁸⁷ *Ibid.* ; J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*

⁸⁸ *Ibid.*, p. 65.

⁸⁹ H. DE PAGE, *Traité élémentaire de droit civil belge*, t. V, n° 907.

⁹⁰ La Cour de cassation a défini l'intérêt social comme « L'intérêt des actionnaires actuels et futurs ».

⁹¹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 157.

⁹² *Ibid.*

⁹³ *Ibid.*

⁹⁴ B. VOGLET, « La portée réelle de l'art. 510 du Code des sociétés concernant la possibilité d'interdire de restreindre ou de limiter les cessions d'actions », *J.D.S.C.*, 2008, p. 93.

d. Logement d'une activité dans une filiale ou un « stichting administratiekantoor ».

Nous cherchons ici à séparer les activités de la société cible, en transférant une activité intéressante de la société cible vers une filiale contrôlée par la société tête du groupe ou dans un « stichting administratiekantoor » néerlandais.

e. Emission de parts bénéficiaires.

A côté des actions, il est possible de retrouver dans les sociétés anonymes des parts bénéficiaires. Ces titres ne représentent pas le capital social.⁹⁵ En effet, elles sont attribuées afin de récompenser des services rendus par certains administrateurs et ne confèrent pas automatiquement un droit de vote. Les statuts déterminent les droits qui y sont attachés. Toutefois, si un droit de vote est accordé aux propriétaires de parts bénéficiaires, celles-ci ne peuvent pas représenter « un nombre de voix supérieur à la moitié de celui attribué à l'ensemble des actions, ni être comptées dans le vote pour un nombre de voix supérieur aux deux tiers du nombre de voix émises par les actions »⁹⁶.

Cette liberté statutaire offre une grande flexibilité au parts bénéficiaires.⁹⁷ Certains droits pouvant être assortis avec ces titres peuvent diminuer l'attrait de la société pour l'offrant. En effet, un droit de veto pour certaines décisions de l'assemblée générale ou un droit de conversion en action lors de la survenance de certains scénarios définis dans les statuts semblent gênant pour l'offrant.

De plus, en cas de squeeze-out simplifié^{98,99} suite à la réussite de l'OPA, certains auteurs pensent qu'il sera impossible pour l'offrant d'acquérir les parts bénéficiaires sans droit de vote car l'OPR ne peut avoir un effet expropriatoire qu'à l'encontre des titres conférant un droit de vote ou y donnant accès.¹⁰⁰ Si de tels droits ne sont pas prévus dans les statuts pour les parts bénéficiaires, l'offrant devra cohabiter avec leurs titulaires et risquerait de se heurter à des obstacles lors des assemblées générales. De surcroît, il ne pourrait modifier les statuts en vue de supprimer les parts bénéficiaires sans tenir compte de l'existence de leurs titulaires : l'article 560 du code des sociétés dispose en effet qu'à ce sujet et nonobstant toute disposition contraire

⁹⁵ C. soc., art. 483.

⁹⁶ C. soc., art. 542.

⁹⁷ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p.158.

⁹⁸ « Une personne physique ou morale, ..., qui détient, conjointement avec la société, 95% des titres conférant le droit de vote d'une société anonyme ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, peuvent acquérir, à la suite d'une offre publique de reprise la totalité des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote ». C. soc., art. 513, §1, al. 1.

⁹⁹ Nous pouvons également parler d'offre publique de reprise (OPR)

¹⁰⁰ *Ibid.*, p. 158 et note de bas de page n° 185.

figurant dans les statuts, chacune des parts bénéficiaires donne droit au vote et que des conditions de présence et de majorité doivent être remplies lors de la dite assemblée générale.¹⁰¹

f. Majorités qualifiées et limitation du pouvoir votal des actionnaires.

Les statuts de la société peuvent prévoir que certaines décisions importantes devront être prises avec des majorités spéciales plus sévères que la simple majorité.¹⁰² Cela peut effectivement décourager l'offrant qui comprend alors qu'il devra placer un seuil de réussite de son opération supérieur à 75% qui est une condition classique permettant une prise de contrôle effective de la société.¹⁰³

Cependant, un tel mécanisme demande la présence d'un actionnaire de référence important dans la société afin de modifier les statuts et dès lors, nous pouvons nous demander si la présence d'un tel actionnaire n'est pas suffisante pour décourager le lancement de l'OPA et par ailleurs si une telle décision ne risque pas d'entacher le bon fonctionnement de la société.¹⁰⁴

Il est également possible de limiter le pouvoir votal des actionnaires. En effet, l'article 544 du Code des sociétés prévoit que « *les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, à condition que cette limitation s'impose à tout actionnaire quels que soient les titres pour lesquels il prend part au vote* ». Si cela est instauré, l'offrant, même en ayant recueilli une majorité des actions, ne pourra voter que pour un taux moins élevé, 20% par exemple.¹⁰⁵

Ici encore, nous pouvons soulever les mêmes problèmes que ceux soulevés pour la majorité qualifiée : la présence d'un actionnaire de référence important semble nécessaire pour insérer une telle clause dans les statuts et ce dernier pourrait se bloquer lui-même.

g. La création d'actions sans droit de vote.

Ce mécanisme de défense est prévu à l'article 480 du Code des sociétés. Les conditions et limitations y afférentes freinent toutefois son utilisation.¹⁰⁶ En effet, elles ne peuvent représenter plus d'un tiers du capital social et doivent procurer, en cas de bénéfice distribuable, un droit à un dividende privilégié et récupérable ainsi qu'un droit dans la répartition de l'excédent des bénéfices qui ne peut être inférieur à celui attribué aux actions avec droit de vote. De plus, elles

¹⁰¹ *Ibid.*

¹⁰² *Ibid.*, p. 159

¹⁰³ *Ibid.*

¹⁰⁴ *Ibid.*

¹⁰⁵ *Ibid.*

¹⁰⁶ D. WILLERMAIN, « Les titres traditionnels et les opérations y relatives », *J.T.*, 2011, p. 210.

doivent conférer un droit privilégié au remboursement de l'apport en capital augmenté, le cas échéant, de la prime d'émission et un droit dans la distribution du *boni* de liquidation qui ne peut être inférieur à celui attribué aux titulaires d'actions avec droit de vote.

En quoi ces actions ont-elles un impact sur une OPA ? Elles rendent la société cible moins attractive pour l'offrant car celui-ci, en cas de réussite de son opération, devra verser un dividende privilégié et cumulatif à d'autres actionnaires que lui.¹⁰⁷ De plus, le Code des sociétés prévoit plusieurs hypothèses où ces actions retrouvent un droit de vote et donc diminue, *in casu*, le pouvoir votal de l'offrant. Ces hypothèses sont les suivantes :¹⁰⁸

- Lorsque les conditions fixées à l'article 480 du Code des sociétés ne sont plus remplies ;
- En cas de modifications des droits attachés au titres (art. 560 du Code des sociétés) ;
- Lorsque l'assemblée générale doit délibérer sur une suppression ou sur une limitation du droit de préférence, sur l'autorisation à donner au conseil d'administration d'augmenter le capital en supprimant ou en limitant le droit de préférence, sur la réduction du capital social, sur la modification de l'objet social, sur la transformation de la société ou sur la dissolution, la fusion ou la scission de la société ;
- Lorsque, pour quelque cause que ce soit, les dividendes privilégiés et récupérables n'ont pas été entièrement mis en paiement durant trois exercices successifs et cela jusqu'au moment où ces dividendes auront été entièrement récupérés.

Viennent s'ajouter à ces hypothèses dérangeantes, d'autres particularités de ces actions qui pousseraient l'offrant à réfléchir sur son opération avant de la lancer. En effet, les actions sans droit de vote ne sont pas des titres avec droit de vote au sens de la législation OPA : l'opération ne portera donc pas obligatoirement sur ces titres.¹⁰⁹ La véritable force des actions sans droit de vote en termes de droit de défense, c'est qu'elles ne sont pas comprises dans l'offre lorsque l'offrant lance une offre de reprise simplifiée¹¹⁰ : en effet, celle-ci ne porte que sur des titres avec droit de vote. De plus, l'offrant qui aura réussi l'OPA devra respecter les articles 481 et 560 du Code des sociétés et verra donc apparaître dans les assemblées générales, des titulaires d'action sans droit de vote avec un pouvoir votal.¹¹¹

¹⁰⁷ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, p. 160.

¹⁰⁸ C. soc., art. 481.

¹⁰⁹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*

¹¹⁰ A.R. OPA, art. 42.

¹¹¹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*

Cependant, certains auteurs sont d'avis que les parts bénéficiaires sont préférables aux actions sans droit de vote car elles offrent une plus grande flexibilité et n'implique pas l'octroi d'un dividende privilégié.¹¹²

§2. Mesures non-structurelles mises en place avant le lancement de l'OPA

Les moyens de défense ne sont pas que structurels face à une OPA. Il est en effet possible pour les organes de la société de prendre des décisions avant et durant l'OPA qui rendent la société moins attractive pour l'offrant ou plus difficile à acquérir.

a. *Rachat d'actions propres.*

Le socle de cette matière se trouve aux articles 620 et suivant du Code des sociétés. Ces dispositions permettent à la société d'acquérir ses propres actions, parts bénéficiaires ou certificats. C'est une mesure de défense anti-OPA assez fréquente.¹¹³ Cette opération nécessite le respect de certaines conditions :

- Une décision préalable de l'assemblée générale statuant aux quorum et majorités prévus à l'article 559, c'est-à-dire un quorum de la moitié du capital social et une majorité des 4/5 des voix ;
- La valeur nominale ou, à défaut, le pair comptable¹¹⁴ des actions acquises, y compris celles acquises antérieurement ou que la société aurait en portefeuille, ne peut dépasser 20% du capital souscrit ;
- L'acquisition doit être financée par des bénéfices distribuables au sens de l'article 617 du Code des sociétés ;
- L'égalité des actionnaires doit être préservée : l'offre doit être faite aux mêmes conditions à tous les actionnaires, sauf si l'action est cotée en bourse.

Toutefois, il existe une situation où l'autorisation de l'assemblée générale n'est pas obligatoire : les statuts de la société peuvent prévoir qu'en cas de danger imminent et grave une telle décision n'est pas nécessaire.¹¹⁵ Une OPA semble rentrer dans cette définition.¹¹⁶ Cependant, une question pourrait se poser quant au respect de l'article 557 du Code des sociétés qui limite les pouvoirs de la société une fois saisie de l'avis d'OPA. En effet, à partir de ce

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », in *Contrôle et stabilité et structure de l'actionariat*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 306.

¹¹⁴ Le pair comptable est la quotité du capital social représentée par une action ou une part sociale. Le pair comptable s'obtient en divisant le capital social par le nombre d'actions ou de parts sociales. Définition disponible sur : <https://www.becompta.be/dictionnaire/pair-comptable>, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

¹¹⁵ C. soc., art. 621, §1, al. 3.

¹¹⁶ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, p. 161, M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*

moment, seule l'assemblée générale « peut prendre des décisions ou procéder à des opérations qui auraient pour effet de modifier de manière significative la composition de l'actif ou du passif de la société »¹¹⁷.

La société serait donc dans l'incapacité de pouvoir acquérir des actions propres une fois la réception de la notification de l'avis d'OPA ? Une dérogation existe et laisse la possibilité pour le conseil d'administration d'acquérir des actions propres pour la société à l'article 557, al. 2 du Code des sociétés pour autant que ce soit dans le cadre prévu à l'article 620, §1, alinéa 3. Cette autorisation en cas de danger imminent et grave est cependant limitée dans le temps à une période de trois ans à partir de l'acte constitutif ou de la modification des statuts.¹¹⁸

b. Le recours au capital autorisé.

Il s'agit de la technique la plus fréquemment mise en place afin de contrer une OPA inamicale.¹¹⁹ Celle-ci consiste à diluer la participation des actionnaires et notamment celle de l'offrant en autorisant le conseil d'administration à une augmentation de capital tout en limitant ou supprimant le droit de préférence^{120, 121}. En faisant cela, le conseil d'administration cherche à placer les nouveaux titres entre les mains de partenaires amis. Ainsi, les chances pour l'offrant d'obtenir le contrôle sur la société sont amoindries.

Ce moyen de défense doit être utilisé avant la notification de l'avis d'OPA par la FSMA auprès de la société. En effet, l'article 607 du Code des sociétés interdit au conseil d'administration de procéder à une telle augmentation une fois cette étape passée. Toutefois, le législateur a prévu des exceptions à cette interdiction :

- Le recours au capital autorisé doit avoir été accepté expressément et préalablement par l'assemblée générale au maximum trois ans avant la réception ;
- Les actions créées doivent être intégralement libérées¹²² ;
- Le prix d'émission des actions créées ne peut pas être inférieur au prix de l'offre

¹¹⁷ C. soc., art. 557, al. 1.

¹¹⁸ C. soc., art. 621, §1, al. 4.

¹¹⁹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 161 n°119 ; A. FONTAINE et M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 47.

¹²⁰ « Le droit de préférence laissé aux associés ou aux actionnaires permet à celui qui en profite d'avoir une priorité pour acquérir, à prix égal, les parts de l'associé cédant. », définition disponible sur <https://www.notaire.be/societes/titres-de-la-societe/cession-des-titres/droit-de-preference>, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

¹²¹ *Ibid.*

¹²² Se dit d'une action souscrite entièrement et où le capital a été entièrement versé. Définition disponible sur : <http://www.edubourse.com/lexique/action-liberee.php>, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

- Le nombre d’action créées ne peuvent dépasser le dixième des actions représentatives du capital ;
- Une fois la décision prise, celle-ci doit être immédiatement portée à la connaissance de la FSMA, de l’offrant et doit être rendue publique.

De plus, il importe peu que le conseil d’administration ait une connaissance d’un lancement éventuel d’une OPA.¹²³

Etant donné qu’en utilisant cette technique le conseil d’administration limite ou supprime le droit de préférence, les articles 596 et 598 du Code des sociétés devront être respectés et par conséquent il sera nécessaire de justifier ce procédé et ses conséquences au regard de l’intérêt social.¹²⁴

La limitation à un dixième des actions représentatives du capital peut poser question. En effet, vu ce taux, il est nécessaire que les actionnaires amis aient déjà une participation importante dans la société. Certains auteurs soulèvent l’incohérence de la règle : pour eux « *soit le législateur considère légitime le recours au capital autorisé en réaction à une OPA hostile et il n’y a pas de raison d’en limiter la portée, soit il estime cette mesure illégitime et il convient de l’interdire purement et simplement* »¹²⁵.

En mettant côte à côte le recours au capital autorisé et le rachat d’actions propres, ces mécanismes de défenses peuvent se révéler très utile dans une société ayant un actionnariat de référence élevé : il ne serait pas étonnant par exemple de faire monter la participation d’un tel actionnaire de 35% à 50% grâce à ces deux mécanismes.¹²⁶ Nous voyons donc tout l’intérêt de ces mécanismes de défense face à une OPA non désirée, bien qu’il serait étonnant de voir une action lancée contre une société possédant un tel actionnariat.

c. Emission de warrants¹²⁷.

Les articles 496 et suivant du Code des sociétés permettent à la société d’émettre des warrants et de les attribuer, avec limitation ou suppression du droit de préférence, à des

¹²³ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 305.

¹²⁴ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 161 n°120.

¹²⁵ A. FONTAINE et M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 49.

¹²⁶ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 161.

¹²⁷ Nous pouvons également parler de droit de souscription. Les droits de souscription sont définis comme « *des titres donnant le droit de souscrire, selon les conditions et modalités définies lors de leur émission, à une augmentation de capital future.* » Source : http://www.droitbelge.be/fiches_detail.asp?idcat=32&id=550, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

actionnaires de référence ou amis de la société.¹²⁸ Ce moyen de défense permet une dilution des participations au sein de la société et est donc très efficace face à une OPA hostile.

Le législateur a cependant prévu des règles pouvant limiter l'usage de ces warrants : l'article 500 du Code des sociétés limite la durée des warrants à cinq ans à dater de leur création, exige que les actions créées pendant l'offre soient nominatives et incessibles pendant douze mois et que toutes clauses forçant l'exercice des warrants par leurs détenteurs est nulle. Nous comprenons alors pourquoi il est important de les émettre à des actionnaires amis.

De plus, l'identité des bénéficiaires devra être mentionnée dans le rapport spécial du conseil d'administration¹²⁹ étant donné la limitation ou suppression du droit de préférence.¹³⁰ Le prix d'exercice ne pourra également pas être inférieur à la moyenne des trente derniers jours précédant l'émission des droits de souscription pour les sociétés cotées et pour les autres, à la valeur intrinsèque du titre.¹³¹

Cette mesure est donc efficace si ceux qui possèdent les warrants sont fidèles mais également si ceux-ci disposent des fonds nécessaires pour acquérir les sous-jacents.¹³²

d. Option d'achat et de vente sur les actifs de la société.

Cette mesure de défense demande une extrême prudence : en octroyant des options d'achats sur les actifs de la société à des tiers, la société devra respecter l'article 556 du Code des sociétés^{133,134}. Ce dernier ne donne ce droit qu'à l'assemblée générale lorsque cette faculté dépend du lancement d'une OPA. De plus, à peine de nullité, la décision devra être déposée au greffe du tribunal de commerce compétent¹³⁵ préalablement à la réception de l'avis d'OPA fait par la FSMA. La doctrine parle également de « Poison Pill ».

e. Option d'achat sur des actions propres de la société visée.

La société octroie des options sur ses propres actions à des actionnaires de références ou bienveillants.¹³⁶ Par ce mécanisme, en cas de réussite de l'OPA, la tâche de l'offrant sera plus

¹²⁸ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 162 n°122 ; A. FONTAINE et M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 50.

¹²⁹ C. soc., art. 596 et 598.

¹³⁰ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.* ; A. FONTAINE et M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 50.

¹³¹ *Ibid.* ; C. soc., art. 598, al. 2 et 3.

¹³² J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.* ; A. FONTAINE et M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*,

¹³³ « Seule l'assemblée générale peut conférer à des tiers des droits affectant le patrimoine de la société ou donnant naissance à une dette ou à un engagement à sa charge, lorsque l'exercice de ces droits dépend du lancement d'une OPA sur les actions de la société ou d'un changement de contrôle exercé sur elle ».

¹³⁴ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 162

¹³⁵ C. soc., art. 75.

¹³⁶ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 162

compliquée étant donné que les actionnaires minoritaires seraient plus nombreux.¹³⁷ L'article 556 du Code des sociétés cité ci-dessus ne se trouve pas à s'appliquer ici étant donné que le transfert de droit aura lieu de plein droit dès la levée de l'option.¹³⁸ Bien entendu, ces options d'achats doivent être réelles : s'il s'agit de cessions d'actions sous condition suspensive du lancement d'une OPA, l'article 556 restera d'application.¹³⁹

Quant aux options de vente par des actionnaires bienveillants envers la société, cela est impossible : en effet, cela irait à l'encontre de l'article 557 du Code des sociétés.¹⁴⁰

f. Participations croisées.

Cette matière est régie à l'article 632 du Code des sociétés : « *Deux sociétés indépendants dont l'une au moins est une société anonyme dont le siège social est en Belgique ne peuvent pas être dans une situation telle que chacune soit propriétaire d'actions, de parts bénéficiaires ou de certificats qui s'y rapportent, représentant plus de 10p.c. des voix attachées à l'ensemble des titres émis par l'autre* ».

Imaginons une société A qui dépasse le seuil de 10% des titres de la société B, elle serait dès lors dans l'obligation de le notifier à la société B. Cette dernière ne pourra acquérir des titres de la première que si les droits de vote attachés à l'ensemble des titres qu'elle possède ne dépasse pas 10% des voix attachées à l'ensemble des titres émis par la société notifiante.¹⁴¹ Cela restera le cas tant que la société notifiante ne sera pas passée sous le seuil de 10%. En cas de non-respect de cette disposition, les titres acquis en méconnaissance de cette interdiction devront être aliénés dans un délai d'un an et les droits de vote afférents à ces titres seront suspendus.¹⁴²

Bien que cette hypothèse semble improbable¹⁴³, cette mesure est un moyen de défense lorsque suite à ce seuil, la société hostile ne pourrait utiliser son droit de vote qu'à concurrence de 10% de l'ensemble des droits de vote attachés à des actions ou parts bénéficiaires émis par la société cible.

¹³⁷ *Ibid.*

¹³⁸ *Ibid.*

¹³⁹ *Ibid.*

¹⁴⁰ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 163.

¹⁴¹ *Ibid.*

¹⁴² C. soc., art. 632, §4 et §5.

¹⁴³ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 163.

g. Droit d'agrément et de préemption.

Le droit d'agrément et le droit de préemption sont des limites à la cessibilité des titres d'une société. Le droit d'agrément demande à ce qu'avant que les titres ne soient cédés, le cédant obtienne l'agrément des actionnaires pour pouvoir aliéner ses titres. Le droit de préemption quant à lui exige de l'actionnaire cédant d'offrir en premier lieu la possibilité pour les autres actionnaires d'acquérir les titres cédés. Ceux-ci ne sont opposables aux tiers que s'ils sont statutaires ou connus de l'acquéreur s'ils sont conclus sous seing privés.¹⁴⁴

Ces droits sont toutefois limités dans le temps. L'article 510, al. 3 du Code des sociétés limite l'incessibilité due à l'agrément ou la préemption à six mois à dater de la demande de la première ou de l'invitation à exercer la deuxième.

Dès la réception par la société cible de l'avis d'OPA notifié par la FSMA, l'article 511 du Code des sociétés s'applique : « *en cas de refus d'agrément ou d'application des règles de préemption, les titulaires de titres devront se voir proposer dans les cinq jours suivant la clôture de l'offre, l'acquisition de leurs titres à un 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* ».

La question s'est posée de savoir si le refus d'agrément ou l'application des clauses de préemption demandait le lancement d'une contre-offre à l'OPA. Selon certains auteurs¹⁴⁵, la réponse est positive. Le questionnement provient de l'expression « les titulaires de titres » : entendons-nous les titulaires empêchés par les clauses d'agrément ou de préemption ou tous les titulaires de titres de la société ? S'il ne s'agissait que des débiteurs des clauses, nous nous retrouverions devant une situation paradoxale : Ces clauses ayant surtout pour but d'empêcher que l'offrant atteigne le seuil qu'il a fixé pour la réussite de l'OPA. Si suite à l'application de ces clauses, le seuil n'est pas atteint, l'offre devient caduque et les titulaires de titres de la société ne recevront aucune contrepartie pour leurs titres. Cependant, ceux pour qui les clauses d'agrément ou de préemption ont été soulevées se verront proposer une somme dans les cinq jours de la clôture de l'offre. Cela est contraire au principe de l'égalité des actionnaires prévu par les législations OPA et afin de l'éviter, nous devons entendre sous l'expression des titulaires de titres le regroupement de tous les titulaires de la société et pousse donc le créancier de ces

¹⁴⁴ B. FERON, *op. cit.*, pp. 691-692.

¹⁴⁵ L. SIMONT et P.A. FORIERS, « Deux questions en matière OPA », *Mélange Kirkpatrick*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 899 ; M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 297.

clauses à lancer une contre-offre OPA dont le seul intérêt est de ne pas comporter de réelles surenchères.¹⁴⁶

En effet, certains auteurs considèrent que le contre-offrant, dans ce cadre ci, n'est pas tenu à l'obligation d'offrir un prix supérieur de 5% à l'offre originale comme cela est prévu dans l'article 37 de l'AR OPA.¹⁴⁷ Cela provient de la législation OPA de 1989 dans laquelle l'article 33 de l'AR OPA de 1989 faisait référence à l'article 16 et ne demandait pas de surprix pour la contre-offre.¹⁴⁸ Pour d'autres, cette dérogation n'est plus valable avec la législation de 2007 vu la suppression de la référence à l'article 16 dans l'article 37 de l'AR OPA de 2007. Ceci étant abandonné, il n'y a aucune raison à ce que le prix offert par le contre-offrant ne soit pas supérieur d'au moins 5% à celui de l'offre. La précision dans l'article 511 du Code des sociétés de « prix au moins égal » ne sous-entend pas de dérogation à ce principe.¹⁴⁹

Ces deux points rendent donc les clauses de préemption et d'agrément assez peu efficaces en tant que mesure de défense face à une procédure d'OPA.

Toutefois, l'article 512 du Code des sociétés semble quant à lui être un bon moyen de défense face à une OPA hostile. En effet, il permet d'opposer certaines clauses d'agrément à l'offrant par le conseil d'administration de la société cible pour autant que le refus d'agrément soit justifié par une application constante et non discriminatoire des règles d'agrément adopté par ce même conseil d'administration et pour autant que ces règles soient communiquées à la FSMA avant la réception de l'avis d'OPA.¹⁵⁰ Ainsi, la société n'aura pas à trouver de contre-offrant. De plus pour certains auteurs¹⁵¹, les politiques d'agrément peuvent être modifiées si elles sont notifiées à la FSMA et restent constantes et non discriminatoires. L'offrant pourrait donc se voir opposer une nouvelle politique sans pour autant pouvoir se plaindre du fait qu'il aurait été accepté avant la modification.

h. Les clauses de changement de contrôle.

L'article 556 du code des sociétés prend ici toute son importance : nous le rappelons, celui-ci autorise uniquement « *l'assemblée générale à conférer à des tiers des droits affectant le patrimoine de la société ou donnant naissance à une dette ou à un engagement à sa charge, lorsque l'exercice de ces droits dépend du lancement d'une OPA sur les actions de la société*

¹⁴⁶ L. SIMONT et P.A. FORIERS, *op. cit.*

¹⁴⁷ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*

¹⁴⁸ L. SIMONT et P.A. FORIERS, *op. cit.*

¹⁴⁹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 164.

¹⁵⁰ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 297.

¹⁵¹ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 101.

ou d'un changement de contrôle exercé sur elle ». De plus, une telle décision doit, à peine de nullité, être déposé au greffe du tribunal de commerce compétent préalablement à la réception de l'avis d'OPA notifié par la FSMA.

Le but derrière une telle clause est bien évidemment de décourager l'offrant en créant une incertitude quant à la poursuite de certains contrats stratégiques si celle-ci est insérée dans lesdits contrats.¹⁵²

Toutefois, cette disposition suscite des controverses. La première concerne la portée de la disposition : l'article 556 du code des sociétés s'applique-t-il uniquement aux sociétés faisant ou ayant fait appel public à l'épargne ? Une grande partie de la doctrine s'accorde pour reconnaître que toutes les sociétés sont visées par la disposition dans un souci d'égalité. En effet, en n'accordant cette règle qu'à certaines sociétés, les actionnaires des sociétés non visées seraient moins protégés que leurs pairs et rien ne justifie cela.¹⁵³

La deuxième controverse est plus complexe et vise le champ d'application matériel de la disposition : Quels sont les engagements qui doivent être approuvés par l'assemblée générale visés par l'article 556 ? Il est clair que les options d'acquisition d'une branche d'activité ou l'octroi d'un *golden parachute* pour les dirigeants en cas de changement de contrôle sont visés par la disposition, mais la question se pose par rapport aux contrats commerciaux conclu *intuitu personae* dont l'existence ne dépend pas d'une OPA ou d'un changement de contrôle.¹⁵⁴ Les avis divergent sur ce point.

Pour les premiers, le but ou l'effet de porter une influence négative sur l'OPA importe peu.¹⁵⁵ Ils justifient cela sur le fait qu'il est difficile de distinguer le but et l'effet d'une clause et de plus, l'article 556 ne se limite pas en tant que tel aux actes destinés à faire échouer de telles opérations ou qui amènent un changement de contrôle.¹⁵⁶

Les seconds, qui semblent majoritaires, se posent par rapport à la *ratio legis* de la disposition et y voient une limitation du champ d'application aux actes visant à affecter négativement les OPA ou les changements de contrôle. En interprétant cette disposition de façon extensive, les sociétés se retrouveraient face à des difficultés immesurables : les sociétés cotées devraient convoquer une assemblée générale pour chaque contrat *intuitu personae* quel

¹⁵² J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, p. 164.

¹⁵³ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 300.

¹⁵⁴ *Ibid.*, p. 300.

¹⁵⁵ M. DALLE, « Artikel 556 van het Wetboek van vennootschappen is toepasselijk op elk beding inzake controlewijziging (change of contrôle clause) ten laste van een naamloze vennootschap », *T.R.V.*, 2004, p. 101.

¹⁵⁶ *Ibid.*, pp. 96-97.

qu'en soit la nature.¹⁵⁷ Nous comprenons aisément que cela est impossible dans le monde des affaires.

Quant à la difficulté exprimée de distinguer le but de l'effet de la clause, ces auteurs renvoient à d'autres critères tel que « *l'impact de l'engagement sur la valeur des actions de la société cible, l'importance de cet engagement pour la société visée, son influence sur le rendement, ...* ». ¹⁵⁸

§3. Mesures non-structurelles mises en place pendant l'OPA

a. *La recherche d'un chevalier blanc.*

La société recherche une personne amicale qui serait prête à lancer une contre-offre qui devra être déclarée publiquement au plus tard deux jours avant l'expiration de la période de l'offre.¹⁵⁹

Cette nouvelle offre devra répondre à plusieurs conditions, notamment à un prix supérieur de 5% de la dernière offre et au respect de l'article 40, §2 de l'arrêté royal OPA qui oblige une égalité quant à l'information procurée par la société à tous les offrants.

b. *La vente des bijoux de la couronne.*

Cela consiste en la vente de plusieurs actifs clés de la société, ce qui pourrait décourager l'offrant hostile vu la perte d'attractivité de la société. Cependant, cette mesure de défense semble bien difficile à mettre en œuvre vu l'existence de l'article 557 du Code des sociétés qui demandent l'accord des actionnaires afin de procéder à une telle cession. Une solution se trouve au second paragraphe, mais il faut que les opérations soient « *suffisamment engagées* » pour être conduite par le conseil d'administration. Dans les deux situations, il faudra s'assurer que l'opération OPA réussisse. En effet, si celle-ci venait à échouer, la société visée devra racheter les biens vendus et cela entrainera une série de frais et de procédures sans oublier les inconvénients fiscaux, techniques, financiers, etc.¹⁶⁰

En cas d'opérations suffisamment engagées, il faudra également faire attention à ne pas soumettre la vente à une condition suspensive de lancement d'une OPA. Dans ce cas, l'article 556 du Code des sociétés devra être respecté et l'accord de l'assemblée générale sera donc nécessaire.¹⁶¹

¹⁵⁷ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 301.

¹⁵⁸ *Ibid.*

¹⁵⁹ A.R. OPA, art. 39.

¹⁶⁰ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, p. 165.

¹⁶¹ *Ibid.*

Section 2. Les pouvoirs des organes de la société – Analyse de l’article 557 du Code des sociétés.

Selon l’article 557 du code des sociétés, dès la réception de l’avis d’OPA notifié par la FSMA, seule l’assemblée générale « *peut prendre des décisions ou procéder à des opérations qui auraient pour effet de modifier de manière significative la composition de l’actif ou du passif de la société, ou assumer des engagements sans contrepartie effective. Ces décisions ou opérations ne peuvent être prises ou exécutées sous condition de la réussite ou de l’échec de l’offre publique d’acquisition* ».

Cet article offre donc à l’assemblée générale une compétence exclusive lui octroyant le pouvoir de décider s’il est opportun de procéder à une opération. Il est donc évident que le conseil d’administration devra être prudent avant chacune de ses interventions quant à sa compétence.¹⁶² Si la décision concerne une opération qui n’est pas suffisamment engagée avant la réception ou ne concerne pas le rachat d’actions, parts bénéficiaires ou certificats propres visés à l’article 620, alinéa 3 du code des sociétés¹⁶³ et si elle peut avoir pour effet de « *modifier de manière significative la composition de l’actif ou du passif de la société* », celui-ci devra renvoyer la décision à l’assemblée générale.¹⁶⁴

La FSMA aura un contrôle en deuxième temps quant au respect de l’article 557 du code des sociétés.

La portée de cet article ne se limite pas simplement aux opérations précitées. En effet, le législateur précise que celles-ci doivent avoir une portée significative. Cela ne signifie pas forcément être négatif : une opération neutre ou à portée positive est également visée par la loi.¹⁶⁵

L’appréciation de ce critère doit se faire en prenant compte de la faculté de l’offrant de modifier ou retirer son offre et en fonction des éléments qui étaient en possession du conseil d’administration lors de la prise de l’analyse par ce dernier de l’applicabilité de l’article 557.¹⁶⁶ La source de la décision à prendre n’a aucune importance et la disposition ne vise que les décisions à prendre ou les opérations à réaliser.¹⁶⁷

¹⁶² *Ibid.*, p. 154.

¹⁶³ C. soc., art. 557, al. 2.

¹⁶⁴ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, p. 154 ; M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 302.

¹⁶⁵ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, p. 154.

¹⁶⁶ *Ibid.*

¹⁶⁷ *Ibid.*

Toutefois, le législateur semble s'être laissé emporter lors de la rédaction. En effet, l'hypothèse « *assumer des engagements sans contrepartie* » n'est d'aucune utilité vu la spécialité des sociétés anonymes qui leur demande de poursuivre un but de lucre et ne peuvent donc pas procéder à de telles opérations.¹⁶⁸

Une dernière question concernant les règles générales de cet article mérite d'être soulevée : Les décisions des filiales de la société visée qui auraient pour effet de modifier de manière significative la composition de l'actif ou du passif de la filiale sont-elles également visées par l'article 557 ? Selon P. Van Ommeslaghe, et en tenant compte de la *ratio legis*, les filiales conservent le droit de pratiquer de telles opérations pour autant qu'il s'agisse d'une décision qui leur est propre et non d'une instruction de la société mère visée par l'OPA.¹⁶⁹

L'article 557 du code des sociétés offre deux exceptions à cette paralysie du conseil d'administration : celles-ci sont le fait de mener à terme des opérations suffisamment engagées et l'acquisition d'actions, de parts bénéficiaires et de certificats conformément à l'article 620, §1, alinéa 3 du Code des sociétés.

Nous avons déjà approché la seconde exception dans ce travail¹⁷⁰ mais il serait intéressant de s'attarder sur la première et notamment sur le sens de l'expression « *suffisamment engagées* ».

Quand est ce que le conseil d'administration se trouve face à une telle opération ? Pour certains auteurs, rentre dans cette expression la signature d'un contrat concernant une opération pour laquelle les négociations étaient, avant le blocage du Conseil d'administration, dans un stade avancé.¹⁷¹ D'autres considèrent que l'exécution des contrats définitifs sont également suffisamment engagés.¹⁷² Il semble donc qu'une avancée certaine et visible de l'opération soit exigée pour rentrer dans une telle condition. La question reste donc ouverte et n'a pas encore dévoilé sa réponse définitive.

Section 3. Le régime prévu par la directive.

Au cœur de la directive OPA, nous retrouvons une volonté de protection des actionnaires : ce sont vers eux que sont dirigées les dispositions concernant les mesures de défense anti-OPA.

¹⁶⁸ K. GEENS et D. VAN GERVEN, « Beschermingsmaatregelen voor de doelwitvennootschap in het kader van de nieuwe O.O.B. reglementering », *T.R.V.*, 2000, 404.

¹⁶⁹ P. VAN OMMESLAGHE, « le rôle et les pouvoirs du conseil d'administration de la société visée », *OPA et modification de contrôle*, Séminaire Vanham & Vanham du 22 avril 2004, pp. 25-26.

¹⁷⁰ *Supra*, p. 17.

¹⁷¹ K. GEENS et D. VAN GERVEN, *op. cit.*, 403.

¹⁷² J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 155.

Si l'on veut maintenir une protection, c'est à eux à prendre leur destin en mains et non aux dirigeants qui pourraient chercher à mettre à mal l'offre afin de garantir la survie de leurs intérêts personnels.¹⁷³

Nous le rappelons, la Commission européenne a voulu harmoniser le droit des OPA au sein de l'Union et notamment au niveau des moyens de défense. La raison d'une telle harmonisation se trouve dans la volonté d'une intégration économique européenne : les nombreuses réglementations au sein des États membres se trouvaient plus être des freins que des moteurs à cette intégration.¹⁷⁴

L'harmonisation en tant que telle sera un échec dû à l'opposition entre deux philosophies. La première, provenant du monde anglo-saxon, considère que le dernier mot face à une OPA doit revenir à l'assemblée générale. On parle alors de « *Rule of Passivity* ». La deuxième, la « *Business Judgment Rule* », voit dans le conseil d'administration un veilleur permanent de l'intérêt social et semble être le plus à même de prendre une décision concernant une OPA, quitte à s'y opposer lorsque cette dernière va à l'encontre de l'intérêt social.¹⁷⁵ De cette opposition est née un compromis politique retranscrit dans la directive 2004/25 : les pouvoirs du conseil d'administration seront limités (principe de passivité)¹⁷⁶ et les restrictions au transfert des titres seront neutralisées (principe de neutralité)¹⁷⁷. Cependant, les États membres auront le choix ou non d'appliquer ces deux principes dans leurs législations nationales tout en laissant la possibilité pour les sociétés de les appliquer.¹⁷⁸

C'est sur ce dernier point que l'harmonisation au sein de l'Union fut un échec : les différents régimes au sein des États membres resteront présents par l'existence de ce régime optionnel.

§1. Le principe de passivité.

L'article 9 de la directive 2004/25 établit que « ... 2. *Pendant la période visée au deuxième alinéa, l'organe d'administration ou de direction de la société visée obtient 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*

¹⁷³ T. BONNEAU, *Régulation Bancaire et financière européenne et internationale*, 2e ed., 2014, Bruylant, Bruxelles.

¹⁷⁴ J. FRANTZEN, « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Dr. banq. fin.*, 2004, p. 162.

¹⁷⁵ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (Première partie) », *op. cit.*, p. 274.

¹⁷⁶ Dir. OPA, Considérant n°16.

¹⁷⁷ Dir. OPA, Considérant n°19.

¹⁷⁸ Dir. OPA, Considérant n°21.

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. ... ». Nous retrouvons ici l'idée même du considérant n°16 de la directive OPA.

L'idée de ce principe trouve également son origine de la conclusion du rapport du groupe de haut niveau d'experts demandé par la Commission européenne afin d'éclairer la prise de décision quant à la directive 2004/25. Ces experts arrivent à la conclusion que la décision de la mise en place des mesures de défense doit revenir à l'assemblée générale et qu'il n'appartient pas au conseil d'administration de « *décider de l'issue d'une OPA sur les actions de cette société* ». ¹⁷⁹ En effet, le conseil d'administration se trouverait dans une situation de conflit d'intérêt entre leurs propres intérêts et ceux de la société cible.

Des paramètres sont cependant établis dans la continuité de cet article. Le deuxième alinéa du second paragraphe nous donne l'indication temporelle quant au lancement de ce principe de passivité : celui-ci est applicable « *à partir du moment où l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit les informations sur l'offre* ». Il est donc possible pour le conseil d'administration, s'il a vent du lancement de l'offre avant que celle-ci ne soit officiellement lancée, de mettre en œuvre des mesures de défense.

Si ces mesures ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en œuvre, il reviendra à l'assemblée générale d'approuver ces décisions qui ne rentrent pas dans le cours normal des activités de la société. ¹⁸⁰

La directive, qui prévoit un régime d'indemnisation lors de l'application du principe de neutralisation ¹⁸¹, ne semble toutefois pas en prévoir dans le cadre de ce principe-ci. Pourtant, il est envisageable qu'un tiers soit lésé en raison de la non-confirmation ou le refus d'approbation par l'assemblée générale d'engagement ayant été conclus par le conseil d'administration. Nous reviendrons sur ce point.

Cependant, le conseil d'administration ne reste pas muet et inactif face à une OPA. En effet, celui-ci, bien que démuné de ces prérogatives de décision, doit remettre un document reprenant son avis motivé sur l'opération, lui permettant ainsi de donner son point de vue et ses mises en garde quant aux répercussions de la réussite de cette opération notamment sur l'emploi et quant aux répercussions du plan stratégique de l'offrant. Ce document est également transmis

¹⁷⁹ *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, op. cit.*, p. 2.

¹⁸⁰ Dir. OPA, art. 9, §3.

¹⁸¹ Voy. *Infra*, p. 32.

aux représentants du personnel de la société.¹⁸² De plus, il n'est pas interdit pour le conseil d'administration de rechercher d'autres offres.¹⁸³

Nous comprenons que cette disposition est plus sévère envers le conseil d'administration que le Code des sociétés, notamment sur trois mesures :

1. Le législateur européen frappe de passivité l'entière du conseil d'administration dans sa mission de gestion courante de la société tandis que le législateur belge ne limite ce pouvoir qu'à quelques actes repris dans les articles 607 et 557 du Code des sociétés.¹⁸⁴
2. Le Code des sociétés permet à l'assemblée générale, jusqu'à trois ans avant le lancement de l'OPA, d'autoriser le conseil d'administration de continuer à exercer sa mission dans son entière.¹⁸⁵
3. De plus, l'article 607, al. 2, 1^o permet au conseil d'administration de continuer après le lancement de l'OPA les opérations suffisamment engagées avant la réception de l'avis de notification de la FSMA. Le régime de la directive prévoit que pour de telles opérations, l'assemblée générale devra les approuver ou les confirmer si ces opérations ne rentrent pas dans le cours normal des activités de la société ou risquent de faire échouer l'OPA.¹⁸⁶

§2. Le principe de neutralisation.

Ce principe est énoncé à l'article 11 de la directive OPA et prévoit notamment que

« Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe 1.

Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après l'adoption de la présente directive entre des détenteurs de titres de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue ».

Il est nécessaire de donner la possibilité à l'offrant d'obtenir la majorité dans les sociétés visées et également de garantir que si celle-ci réussit, il en obtiendra le contrôle effectif. Cela serait un frein aux opérations d'OPA au sein de l'Union si l'offrant devait craindre une

¹⁸² Dir. OPA, art. 9, §5.

¹⁸³ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 147

¹⁸⁴ *Ibid.*, p. 146.

¹⁸⁵ *Ibid.*

¹⁸⁶ *Ibid.*

limitation aux transferts des titres par lesquels il est intéressé. La crainte de se voir opposer ces restrictions le pousserait à se mettre en garde et motiverait moins au lancement de ce type d'opération.

Toutefois, certaines restrictions ne sont pas visées par cette neutralisation : les restrictions contractuelles relatives à la cessibilité des titres qui auraient été conclues avant la directive ne sont pas affectées par cette disposition.¹⁸⁷ Cette neutralisation ne permet pas qu'une inopposabilité de ces conventions envers l'offrant : les parties sont également visée dans l'esprit du législateur.¹⁸⁸ Se pose alors la question de la validité de la règle aux égards des principes des droits acquis et du principes de la relativité des conventions.¹⁸⁹

De plus, cette neutralisation ne s'applique pas qu'au transfert de titres. En effet, le troisième paragraphe énonce que les limitations au droit de vote prévues par le statut ou par convention sont également suspendues lors de l'assemblée générale visant à mettre en œuvre les mesures de défense face à l'OPA. Nous comprenons ici la volonté de mettre tous les actionnaires sur un même pied d'égalité face à l'OPA. Il en est de même pour les titres offrant un vote multiple : ceux-ci sont également ramenés à un seul vote. Toutefois, les restrictions ou les votes multiples octroyés par les textes légaux ne sont pas visé par le paragraphe 3 de la disposition.¹⁹⁰

L'article 11 contient également en son quatrième paragraphe une règle de neutralisation atténuée, appelée « *mini-neutralisation* ».¹⁹¹ Cette règle permet à l'offrant, qui suite à son offre se retrouve titulaire d'au moins 75% du capital assorti du droit de vote de la société, de maintenir le principe de neutralisation lors de la première assemblée générale qu'il aura convoquée afin de modifier les statuts ou de révoquer ou nommer les membres du conseil d'administration. Cela ressort du rapport d'expert et provient de l'idée qu'il faut pouvoir laisser l'offrant exercer un pourcentage de voix équivalent au pourcentage qu'il aura obtenu suite à son opération.¹⁹²

¹⁸⁷ M. VAN DER HAEGEN, « Les mécanismes de défense en cas d'OPA hostile : choix du régime opt-in », *OPA : analyse et commentaires de la nouvelle législation*, Séminaire Vanham & Vanham du 22 mai 2007, p. 3.

¹⁸⁸ P-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 90.

¹⁸⁹ P.-Y. CHABERT, « Actualité du droit des marchés financiers jeudi 26 mai 2011 : directive OPA : le chantier de la révision », *Rev. trim. dr. fin.*, septembre 2011, p. 9.

¹⁹⁰ J. WINTER, « Offres publiques d'acquisition et moyens de défense anti-O.P.A dans le cadre de la nouvelle proposition de 13^e directive », *R.P.S.*, 2002, p. 233.

¹⁹¹ *Ibid*, p. 235.

¹⁹² *Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, *op. cit.*, p.5.

Ce principe de neutralisation comporte un principe d'indemnisation. En effet, étant donné qu'un droit est perdu par les bénéficiaires des clauses de restrictions de cession ou des bénéficiaires de vote multiple, le législateur européen leur a offert une indemnisation équitable à leur perte. Celle-ci doit être déterminée par les États membres, nous reviendrons sur cette dernière par après.

§3. Le régime optionnel et le principe de réciprocité.

Le législateur européen a donc choisi de suivre la philosophie du régime anglo-saxon en restreignant les pouvoirs du conseil d'administration ainsi qu'en envisageant la neutralisation des restrictions qui pourraient être présentes dans les sociétés quant au transfert des titres ainsi que sur les droits de vote. Cependant, cette directive est le résultat d'un compromis entre deux visions. Il semblait donc impossible de parvenir à un accord en imposant ces deux principes aux États membres. De là est née la solution : le régime optionnel.

L'article 12 de la directive autorise les États membres à ne pas imposer aux sociétés présentes sur leur territoire national d'appliquer l'article 9, §2 et 3 et/ou l'article 11. La doctrine parle d'un opt-out pour qualifier l'application de cette disposition.

Cependant, la Commission européenne, ne désirant pas que ces principes de passivité et de neutralisation restent lettre morte, a instauré un opt-in pour les sociétés qui seraient intéressées par ces derniers. Un second paragraphe a donc été ajouté instaurant une obligation pour les États membres qu'en cas d'application de l'opt-out, ils donnent la possibilité pour les sociétés présentes sur leur territoire d'appliquer les articles 9, §2 et 3 et/ou 11. Cette décision appartient à l'assemblée générale de la société et doit être notifiée aux autorités de contrôle de l'état membre sur lequel se trouve la société ainsi qu'à toutes les autorités de contrôle des États membres sur lesquels ses titres sont admis sur un marché réglementé.¹⁹³

Enfin, il existe une possibilité pour les sociétés ayant décidé de faire valoir leur opt-in de ne pas l'appliquer lors de certaines OPA. Il est ici question du principe de réciprocité et celui-ci est prévu à l'article 12, §3 de la directive. Il permet, lorsque la société cible appliquant les articles 9, §2 et 3 et/ou 11 se retrouve face à un offrant ayant refusé ces principes, de pouvoir refuser de les appliquer dans cette situation.

Le principe de réciprocité semble toutefois avoir quelques faiblesses. La plus importante est qu'il est possible d'y voir une restriction injustifiée de la libre circulation des capitaux

¹⁹³ P. DAVIES, E.-P. SCHUSTER et E. VAN DE WALLE DE GHELDE, *Takeover Directive as a Protectionist Tool?*, Bruxelles, ECGI, 2010, p. 21.

pourtant reprise dans l'article 63 du TFUE.¹⁹⁴ C'est une mesure étatique et elle démontre clairement une volonté de protection des intérêts économiques de l'Etat membre qui la met en œuvre. La Cour de justice européenne s'est prononcée sur une mesure semblable à celle de la réciprocité et la déclarée comme injustifiée.¹⁹⁵

§4. Le principe de transparence.

Ce principe est repris à l'article 10 de la directive OPA et peut avoir une répercussion sur les mesures de défense mise en œuvre par la société cible. Il leur est en effet demandé de publier des informations détaillées dans un rapport annuel de gestion. Son importance fut sujet à débats : en effet, pour certains, il ne s'agissait que d'un complément aux deux autres principes alors que pour d'autres, elle est à elle seule déterminante pour le marché.¹⁹⁶ De plus, n'étant pas soumise au régime optionnel, cette disposition se trouvera à s'appliquer dès l'entrée en vigueur de la directive.¹⁹⁷

Parmi ces informations, nous retrouvons :

- La structure et la détention de capital (art. 10, §1, a et d) ;
- Les restrictions aux droits de vote¹⁹⁸ et au transfert de titre¹⁹⁹, de même que celles résultants d'accords entre actionnaires connus de la société (art. 10, §1, b, f et g) ;
- Tous les accords importants auxquels la société est partie et qui prennent effet, sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle dans le cadre d'un OPA (art. 10, §1, j.)²⁰⁰ ;
- Tous les accords entre la société et les membres de son organe d'administration ou de direction ou son personnel, qui prévoient des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans raison valable ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'acquisition (art. 10, §1, k.) ;

¹⁹⁴ A. COTEGA, *op. cit.*, p. 262.

¹⁹⁵ *Ibid.*, p. 263 et note de bas de page n°106.

¹⁹⁶ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 148.

¹⁹⁷ *Ibid.*

¹⁹⁸ Par exemple : « des limitations du droit de vote pour les détenteurs d'un certain pourcentage ou d'un certain nombre de votes, des délais imposés pour l'exercice du droit de vote ou des systèmes où, avec la coopération de la société, les droits financiers attachés aux titres sont séparés de la détention des titres. ».

¹⁹⁹ Par exemple : « des limitations à la possession de titres ou la nécessité d'obtenir une autorisation de la société ou d'autres détenteurs de titres, sans préjudice de l'article 46 de la directive 2001/34/CE. ».

²⁰⁰ Cette obligation de transparence n'est pas obligatoire lorsque la nature des accords est telle que leur divulgation porterait gravement atteinte à la société. Toutefois, cette exception n'est pas applicable lorsque la société est spécifiquement tenue de divulguer ces informations en vertu d'autres exigences légales.

- Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres de l'organe d'administration ou de direction ainsi qu'à la modification des statuts de la société (art. 10, §1, h.).²⁰¹

Section 4. Le régime choisi par le législateur belge.

Lors de l'élaboration de la directive OPA, certains Etats membres ont rejeté les principes de passivité et de neutralisation mis en œuvre par celle-ci et cela, alors que la Commission européenne ainsi que le haut groupe d'experts avaient manifesté leur souhait de voir une mise en œuvre intégrale de ces principes. Afin d'obtenir l'adhésion du Parlement européen, la directive OPA sera le fruit d'un compromis politique qui propose une harmonisation minimale entre les Etats membres en leur offrant une porte de sortie traduite dans l'article 12 contenant le régime optionnel permettant de passer au-dessus des deux principes fondamentaux.²⁰²

Face à cette possibilité, lors de l'adoption de la loi OPA et de l'arrêté royal OPA, le législateur belge a donc fait le choix de l'opt-out. Il considère en effet que le conseil d'administration doit avoir un rôle à jouer lors d'une OPA, bien que, certaines dispositions du code des sociétés empêchent le conseil d'administration d'une quelconque action lors de l'OPA. Il ne rejoint donc pas la vision selon laquelle un conflit d'intérêt pourrait exister dans le chef du conseil d'administration lors de sa prise de position face à une OPA. Pour certains auteurs cependant, la loi OPA traduit le retrait du conseil d'administration au niveau des moyens de défenses avec toutefois de nombreuses exceptions.²⁰³ Face à ces deux visions que sont la *Rule of Passivity* et la *Business Judgment Rule*, le législateur belge semble avoir opté pour les deux, vu le nombre d'exception existantes dans la législation, en les réunissant dans un pot-pourri.²⁰⁴

Cependant, en faisant valoir l'opt-out, le législateur belge a dû offrir la possibilité aux sociétés de les appliquer. Cette possibilité est définie dans l'article 46 de la loi OPA et est d'application pour autant que les sociétés le transposent dans leurs statuts. Il est intéressant de noter que les sociétés ne sont pas tenues, si elles souhaitent faire valoir l'*opt-in*, d'insérer l'intégralité de l'article 46 dans leur statut. Néanmoins, l'intégralité des points relatifs au(x) principe(s) que les sociétés auraient transposé devront s'y trouver.²⁰⁵ Certains auteurs, dans la

²⁰¹ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 148.

²⁰² M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *op. cit.*, p. 274.

²⁰³ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 153.

²⁰⁴ P. VAN OMMESLAGHE, *op. cit.*, p. 24.

²⁰⁵ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, pp. 14-15 ; M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, pp. 314-315.

mesure où ces dispositions ne sont pas impératives, ne voient pas ce qui pourrait empêcher les sociétés de reprendre qu'une partie de ces principes.²⁰⁶

Le principe de passivité, transcrit au premier paragraphe 1° et 2°, demande quelques précisions. Une fois ce procédé mis en œuvre, le conseil d'administration de la société ne pourra plus prendre de mesures susceptibles de faire échouer l'OPA et les décisions prises avant le début de l'offre ayant le même effet devront être approuvées par l'assemblée générale des actionnaires à l'exception de celles correspondant au cadre normal des activités de la société.²⁰⁷

Que sont les mesures susceptibles de faire échouer l'offre ? Il est certain qu'elle regroupe les augmentations de capital et le rachat d'action propre, néanmoins les limites de cette définition sont trop floues pour garantir une facilité d'application pour les praticiens.²⁰⁸ Toutefois, la directive exclut de ces mesures la recherche de nouvelles offres²⁰⁹ et il semble que l'usage du capital autorisé afin d'exécuter un plan de stock option décidé avant le lancement de l'OPA n'en fasse également pas partie.²¹⁰

Bien que ces mesures demandent une approbation par l'assemblée générale, le législateur européen n'a pas prévu de conditions en termes de quorum et de majorité.²¹¹ Il en est de même pour la loi OPA. Nous nous référerons donc aux principes généraux prévus dans le Code des sociétés.²¹²

Il est surprenant que ni la directive ni la loi OPA ne prévoit un régime d'indemnisation dans l'application de ce principe en cas de non-confirmation d'un engagement pris envers un tiers alors que ceux-ci étaient valablement souscrits avant le lancement de l'OPA.²¹³ Il est d'autant plus étonnant que le législateur ait prévu une indemnisation pour l'application du principe de neutralisation. Ce tiers abandonné se trouve-t-il sans solution ? Il semble évident que l'offrant n'a pas à se soucier des répercussions du lancement de l'OPA sur les tiers excepté la situation d'une tierce complicité.²¹⁴ La société cible, en revanche, pourra être tenue responsable de son manquement. L'indemnisation ne repose pas sur la législation OPA mais

²⁰⁶ P. HAMER et D.P. CONEM, « La procédure d'offre publique d'acquisition, le rôle du conseil d'administration, les mesures de défense et la due diligence », in *La réforme de la réglementation des offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, Kluwer, 2009, p. 158.

²⁰⁷ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *op. cit.*, p. 276.

²⁰⁸ *Ibid.*

²⁰⁹ Dir. OPA, art. 9.2.

²¹⁰ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *op. cit.*, p. 276 ; M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 310.

²¹¹ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 311.

²¹² M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *op. cit.*, p. 276.

²¹³ *Ibid.*

²¹⁴ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, nbp 73.

sur le droit commun des obligations.²¹⁵ En cas de rupture fautive du contrat et pour autant que le principe de passivité soit opposable aux tiers, la société sera tenue à indemniser ce dernier.²¹⁶

Le second alinéa de la disposition précise que « *l'alinéa 1^{er}, 1^o et 2^o est applicable à partir du début de la période d'offre ou, si celle-ci est antérieure, à partir de la réception par l'organe d'administration de la société de la décision de l'offrant de lancer une offre* ». Cette dernière précision soulève un questionnement quant à la situation visée²¹⁷ : l'article 3, §1, 29° précise que l'offre commence au moment de la publication de l'avis annonçant l'intention de l'offrant de lancer une offre – ou de la publication, à la demande de la FSMA, du communiqué faisant part de l'intention d'un offrant potentiel de lancer une offre. Dès lors, devons-nous comprendre derrière ces termes une connaissance informelle par la société visée d'une future opération ? Certains auteurs réfutent cette hypothèse :²¹⁸ en effet, afin de garantir une bonne organisation des OPA sur le territoire belge, nous ne pouvons appliquer les dispositions légales en partant d'un moment non précis et différent en fonction de chaque société dû au fait de la subjectivité d'une telle appréciation. D'autres y voient la transcription d'un avertissement fait par l'offrant à la société cible.²¹⁹

L'article 46 de la loi OPA reprend également le principe de neutralisation. Celui-ci prévoit la neutralisation, pendant la période de l'offre, des restrictions statutaires ou contractuelles au transfert de titres avec droit de vote ou y donnant accès. Une neutralisation concernant les restrictions au droit de vote est également appliquée lors des assemblées générales pendant la période de l'offre et notamment celle convoquée pour établir les mesures de défense. La mini-neutralisation²²⁰ est également prévue.

Tout comme le législateur européen, le législateur belge a inséré dans la loi OPA une indemnisation équitable pour tout actionnaire qui aura enregistré une perte suite à cette neutralisation.²²¹ Le Conseil d'état a averti le législateur sur le manque de clarté de cette disposition²²² : bien qu'elle puisse avoir des répercussions financières majeures sur la société visée, rien n'est indiqué sur la portée de cette indemnisation. La seule précision donnée dans les travaux préparatoires est qu'il est nécessaire que l'actionnaire doive démontrer qu'il a

²¹⁵ *Ibid.*

²¹⁶ *Ibid.*

²¹⁷ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *op. cit.*, p. 275 ; M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *op. cit.*, p. 309.

²¹⁸ *Ibid.*

²¹⁹ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p.94.

²²⁰ Voy. *Supra*, p. 33.

²²¹ Loi OPA, art. 46, §2.

²²² Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, *op. cit.*, p. 89.

enregistré une perte suite à cette neutralisation et la jurisprudence se chargera d'affiner les règles.²²³ Certains auteurs voient comme raison à cette concision le peu de probabilité qu'aient les sociétés belges d'insérer dans leurs statuts les principes de passivité et de neutralité.²²⁴

D'autres ont cherché à apporter une première réponse et notamment à celle du débiteur de l'indemnisation.²²⁵ La directive indique que l'indemnisation due à la neutralisation lors de la première assemblée qui suit l'offre repose sur l'offrant dans le cadre de l'application de l'article 11, §4.²²⁶ En ce qui concerne les neutralisations des restrictions au transfert de titre ainsi que celles portant sur les restrictions du droit de vote, étant donné qu'il s'agit d'un choix de la société, ne serait-il pas logique de lui faire porter l'indemnisation ? Cependant, cette réflexion semble étrange car les personnes à indemniser sont celles qui ont voté la cause de l'indemnisation.²²⁷ D'autres auteurs considèrent que cette indemnisation doit rester à charge de l'offrant.²²⁸

Il serait judicieux, afin d'éviter ces questionnements alors que la société est sous le feu d'une OPA, de répondre à ces questions dans les statuts de la société.²²⁹

L'article 47 de la loi OPA est le pendant de l'article 12.3 de la directive. Celui-ci permet aux entreprises ayant pris la décision d'appliquer le principe de passivité et/ou celui de neutralisation subissant une offre provenant d'une société ou d'une filiale sous le contrôle d'une société qui n'a pas transposé ces principes de ne pas les appliquer. La doctrine parle de « réciprocité ».²³⁰ Cette autorisation doit figurer dans les statuts de la société au plus tôt 18 mois avant la notification de l'avis d'OPA.²³¹

Cependant, cette disposition soulève des difficultés, notamment au niveau de son application. Premièrement, la société qui sera la cible de l'OPA devra, afin de faire valoir la réciprocité, s'assurer que l'offrant a bien transposé les principes prévus à l'article 9 §2 et 3 et/ou 11 de la directive OPA.²³² La question se pose également en cas d'opt-in partiel : le mécanisme

²²³ *Ibid.* p. 34.

²²⁴ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *op. cit.*, note de bas de page n°335.

²²⁵ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 96.

²²⁶ Dir. OPA, Art. 6.3, e).

²²⁷ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 96.

²²⁸ P. VAN OMMESLAGHE, *op. cit.*, p. 26.

²²⁹ P. HAMER et D. P. CONEM, *op. cit.*, p. 157.

²³⁰ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *op. cit.*, p. 278 ; P. HAMER et D. P. CONEM, *op. cit.*, p. 158 ; P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 97.

²³¹ Loi OPA, art. 47, al. 3.

²³² M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *op. cit.*, p. 279.

porte-t-il sur le principe non réciproqué ou sur l'opt-in général pris par la société ? Il semblerait qu'il ne s'appliquerait que dans la première situation.²³³

De plus, les États membres pouvant décider d'appliquer des conditions supplémentaires ou des dispositions plus strictes lors de la transposition de la directive dans leurs législations nationales²³⁴, on pourrait voir apparaître des problèmes quant à l'application de cette réciprocité.²³⁵

Ces différences qui peuvent exister entre les États membres nous montre que l'objectif premier d'harmonisation du législateur européen sera difficilement atteint : en effet, chacun va tenter d'appliquer dans sa législation la plus protectrice afin d'éviter de voir ses sociétés tomber sous le joug d'une entreprise étrangère.²³⁶

²³³ P. HAMER et D. P. CONEM, *op. cit.*, p. 158.

²³⁴ Art. 3.2.b), Directive.

²³⁵ P. HAMER et D. P. CONEM, *op. cit.*, p. 158.

²³⁶ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p.149.

Section 5. Les Contrôles des OPA.

Nous allons nous intéresser dans cette partie aux recours qui sont offerts face à une OPA. En effet, ceux-ci, bien qu'ils n'en portent pas le nom, peuvent être des moyens de défense face à une offre non désirée. Il peut être intéressant pour une partie qui en retire un intérêt de voir l'OPA se faire malmener par une décision administrative ou de justice.

Premièrement nous nous intéresserons aux compétences de la FSMA, qui est nous le rappelons « *l'autorité des services et marchés financiers qui veille au traitement honnête et équitable des consommateurs financiers et à l'intégrité des marchés financiers* »²³⁷ et nous terminerons par une analyse des compétences des cours et tribunaux en cette matière.

§1. Le pouvoir de la FSMA.

La FSMA a été créée le 1^{er} avril 2011 et symbolise la « *Financial Services and Market Authority* ». C'est un organisme public autonome : cela signifie qu'elle a été instituée par la loi et qu'elle exerce de manière indépendante des missions d'intérêt général confiées par le législateur. La FSMA exerce, aux côtés de la Banque Nationale de Belgique (BNB), le contrôle du secteur financier belge. Ses compétences se déclinent en six volets : la surveillance des marchés financiers et le contrôle de l'information financière diffusée par les sociétés, le contrôle des règles de conduite, le contrôle des produits, le contrôle des prestataires de services financiers et des intermédiaires, le contrôle des pensions complémentaires et la contribution à une meilleure éducation financière.²³⁸

Il est important de souligner que la FSMA n'a pas d'autres pouvoirs que ceux qui lui sont attribués par la loi et que son premier rôle consiste, avant le lancement de l'OPA à contrôler la qualité de l'information que l'offrant met à la disposition du public.²³⁹

La FSMA joue un rôle essentiel dans le contrôle des OPA. Non pas dans l'appréciation de la mise en œuvre des mesures de défenses mais dans l'approbation du prospectus et suit chaque étape de la procédure.²⁴⁰

La mise à jour de 2007 du régime légal des OPA n'a apporté que peu de nouveautés quant au régime précédent. Toutefois, ses pouvoirs se sont vus accrues et on a vu apparaître la règle

²³⁷ Définition disponible sur : <https://www.fsma.be/fr/la-fsma>, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

²³⁸ <https://www.fsma.be/fr/brochure-de-presentation>, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

²³⁹ M. FYON, « La réforme du droit des OPA (seconde partie) », *Dr. banq. fin.*, 2007, p. 326.

²⁴⁰ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 237.

du « *put up or shut up* » qui oblige le futur offrant, en cas de rumeurs, à se prononcer sur sa volonté de lancer une OPA.²⁴¹

Les pouvoirs de la FSMA sont repris au titre III, chapitre 1^{er} de la loi OPA et l'article 35, §1 dispose que « *La CBFA est seule chargée de veiller à l'application de la partie II de la présente loi et de ses arrêtés d'exécution.* ». La seconde partie de la loi OPA étant celle expliquant les principes d'information lors d'une telle opération.

Ces pouvoirs de contrôle demandent à la FSMA de contrôler la régularité des opérations qui lui sont apportés.²⁴² Bien que la plupart des prospectus OPA l'empêchent d'apprécier l'opportunité du lancement de l'opération, une telle clause ne peut empêcher la FSMA de porter un jugement sur la régularité et sur la légalité de cette dernière.²⁴³

La FSMA est seule compétente pour le contrôle du déroulement d'une telle opération mais cependant le pouvoir judiciaire reste compétent pour toute atteinte aux droits subjectifs.²⁴⁴ Il est donc clair que la FSMA dispose d'un pouvoir d'appréciation souverain dans le cadre des OPA et partant de ce postulat, il peut sembler étonnant de voir naître une tendance de la cour d'appel de s'empêcher de saisir une affaire en prétextant un refus d'examiner l'existence d'une atteinte à un droit subjectif.²⁴⁵ Cependant, une certaine doctrine semble suivre cette attitude de la cour d'appel et soutient ce positionnement.²⁴⁶

En complément de l'article 35 de la loi OPA, le législateur a prévu au second paragraphe, un contrôle de la régularité des actions mises en place afin de faire échouer l'OPA. L'utilisation du terme « régularité » semble renvoyer à un examen par la FSMA de la compatibilité des mesures de défense au regard de l'intérêt social.²⁴⁷

L'article 11 de l'arrêté royal OPA prévoit d'ailleurs qu'à la demande de la FSMA, « *les parties à l'offre lui transmettent sans délai tous les accords susceptibles d'avoir une incidence substantielle sur l'évaluation de l'offre, son déroulement et son issue* ».²⁴⁸

²⁴¹ *Ibid.*, p. 238.

²⁴² *Ibid.*, p. 239.

²⁴³ *Ibid.*, p. 239.

²⁴⁴ *Ibid.* ; O. CREPLET et A.-P. ANDRÉ-DUMONT, « l'affaire Electrabel ou les premières aspérités du nouveau paysage du contentieux en matière d'offre publique d'acquisition », *R.P.S.*, 2005, p. 345.

²⁴⁵ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 241.

²⁴⁶ X. TATON, « La nature des nouvelles compétences de la cour d'appel de Bruxelles en matière d'offre publiques d'acquisition », *R.D.C.*, 2003, p. 811.

²⁴⁷ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 245.

²⁴⁸ *Ibid.*

Une obligation de déclaration d'acquisition et de cessions de titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote à la FSMA pèse également, pendant toute la durée de l'offre, sur l'offrant, la société visée, les membres de leur organe d'administration et les personnes agissant de concert, ainsi que toute personne détenant directement ou indirectement au minimum 1% des droits de vote de l'offrant ou de la société cible.²⁴⁹

Qu'en est-il des sanctions en cas d'irrégularité soulevée par la FSMA ? En cas d'irrégularité constatée, la FSMA en avise la société et peut rendre son avis public.²⁵⁰ La question se pose d'un pouvoir d'infliger des amendes ou des astreintes en cas d'action irrégulière. A première vue, la réponse semble positive. En effet, les pouvoirs d'investigation, d'injonction et de sanction de la FSMA sont définis par rapport à la partie II de loi et l'article 35 de la loi OPA se trouve dans cette partie. La FSMA devrait donc jouir des mêmes prérogatives que celles prévues dans sa mission générale.²⁵¹

Toutefois, une partie de la doctrine en doute. En effet, le fait d'exposer à l'article 35, §2 la possibilité de rendre son avis public alors que cela est déjà possible au travers de ses pouvoirs généraux²⁵² semble indiquer que les autres pouvoirs ne rentrent pas dans ses prérogatives en termes de contrôles des mesures de défense.²⁵³ Les travaux préparatoires vont dans ce sens en décrivant le contrôle des mesures de défense comme étant un contrôle particulier.²⁵⁴

§2. Les recours judiciaires.

En 2002, le législateur a lancé une réforme nécessaire concernant les recours face aux OPA. Trois points étaient à prendre en compte. Premièrement, il était nécessaire de supprimer les divers recours spécifiques ouverts auprès du ministre des Finances, deuxièmement il fallait mettre fin à la « *tentation du contentieux systématique* »²⁵⁵ face aux OPA et enfin soumettre à une juridiction de l'ordre judiciaire le contrôle des pouvoirs renforcés et étendus dont se voyait investie la FSMA.²⁵⁶

De ce fait, le législateur a désigné la Cour d'appel de Bruxelles comme instance de recours aux décisions administratives de la FSMA en cas d'OPA mais également comme instance

²⁴⁹ *Ibid.*, p. 246.

²⁵⁰ Loi OPA, art. 35, §2, al.2.

²⁵¹ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 247.

²⁵² Loi OPA, art. 36, §1, 11°.

²⁵³ P.A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE, R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 247.

²⁵⁴ Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, *op. cit.*, p.29.

²⁵⁵ A. BRUYNEEL, « Les offres publiques d'acquisition, réforme de 1989 », *J.T.*, 1990, p. 181.

²⁵⁶ J.-F. TOSSENS, « Les voies de recours », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 277.

exclusive de connaître des revendications de tout subjectifs, formés par tout intéressé sur pied de la réglementation OPA.²⁵⁷ Nous voyons ici deux dérogations aux règles communes : la première vise la compétence du Conseil d'état dans sa compétence d'annulation des actes administratifs et la seconde vise les compétences des cours et tribunaux de connaître des contestations portant sur les droits subjectifs.²⁵⁸

En confiant l'exclusivité des recours à la Cour d'appel de Bruxelles, le législateur évite une multiplication de recours devant le juge administratif et le juge judiciaire : les recours seront tous dirigés vers le même magistrat et cela amènera une simplification et une accélération des débats.²⁵⁹ La question peut se poser de comprendre la nature et la portée des recours dont elle peut être saisie. Les travaux préparatoires à ce sujet sont clairs : il s'agit d'un recours de pleine juridiction ce qui lui permet d'annuler ou de réformer des décisions de la FSMA pour des motifs de droit, de fait ou d'opportunité.²⁶⁰ Toutefois, vu la nature du contentieux des OPA, l'étendue des pouvoirs de la cour est déterminée au cas par cas et de plus, elle exerce sa juridiction dans les limites des compétences de la FSMA.²⁶¹ En cas de réforme d'une décision de la FSMA par la Cour d'appel de Bruxelles, la décision de cette dernière se substitue à la première et il n'est donc plus nécessaire de saisir l'autorité administrative pour avoir une nouvelle décision.²⁶²

²⁵⁷ *Ibid.*, p.6.

²⁵⁸ *Ibid.* p. 6.

²⁵⁹ *Ibid.*, p. 7.

²⁶⁰ Projet de loi relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, Projet de loi complétant, en ce qui concerne les voies de recours contre les décisions prises par le ministre, par la CBF, par l'OCA et par les entreprises de marché et en ce qui concerne l'intervention de la CB et de l'OCA devant les juridictions répressives, la loi du ... relative à la surveillance du secteur financier et modifiant diverses autres dispositions légales, Commentaire des articles, *Doc. parl.*, Ch. Repr., sess. Ord. 2001-2002, Doc 50 1842/001 et Doc 50 1843/001, p. 131.

²⁶¹ J.-F. TOSSENS, *op. cit.*, p. 9.

²⁶² P. LAMBRECHT, J.-F. TOSSENS, "La réforme de la surveillance du secteur financier - article de synthèse sur la loi du 2 août 2002", *Rev. prat. soc.*, 2002, p. 201.

Titre 3. Le régime des moyens de défense à l'extérieur de la Belgique.²⁶³

Nous l'avons vu, le droit des OPA au sein de l'Union européenne est régi par une directive dont la rédaction finale est loin de répondre à l'objectif d'harmonisation souhaité. Il serait donc intéressant de s'attarder sur quelques régimes présents au sein de l'Union européenne et notre intérêt s'est porté sur ceux de la France et de l'Allemagne étant donné leur force économique au sein de celle-ci. Nous terminerons cette étude de droit comparé par une approche des régimes présents au Royaume-Unis ainsi qu'aux Etats Unis d'Amérique.

Section 1. Le droit français et la directive OPA.

La France semble avoir évité d'établir une réglementation concernant les OPA durant toute une période : celle-ci n'en connaissait que peu sur son territoire.²⁶⁴ En effet, la France ne comptait que deux OPA en 1966. Toutefois, leur nombre s'est multiplié et a, par la même occasion, vu apparaître une réglementation de plus en plus présente, jusqu'à l'adoption de la loi du 31 mars 2006 visant à transposer la treizième directive OPA adoptée en 2004.

Néanmoins, cette transposition n'a eu de réel impact que sur ce qui est convenu d'appeler les moyens de défenses qui peuvent être mis en œuvre face à une OPA.²⁶⁵

Les principales règles de la directive européenne dans le domaine des mesures de défense concernent la passivité des dirigeants de la société ainsi que la neutralisation des clauses restreignant le transfert de propriété des titres et de celles limitant le droit de vote. Nous allons développer l'attitude du législateur français face à ces choix proposés.

En ce qui concerne de la passivité des dirigeants de la société, le législateur français a suivi les prescriptions prônées par le législateur européen : en effet, la loi du 31 mars 2006 suspend de manière importante les pouvoirs des dirigeants et les transfère à l'assemblée des actionnaires.²⁶⁶ Ainsi la loi française dispose que « *Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de*

²⁶³ Concernant l'Europe, nous nous arrêterons uniquement sur les régimes prévus par la France et l'Allemagne. Pour une plus grande vision des régimes au sein de l'Union Européenne, nous vous renvoyons à l'annexe 1 de ce travail.

²⁶⁴ J.-J. DAIGRE, « La transposition de la Directive OPA en droit français », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 323.

²⁶⁵ *Ibid*, p. 327.

²⁶⁶ *Ibid*, p. 329.

nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres. »²⁶⁷ Tout comme en Belgique, la période d'offre publique débute lors de la publication de l'avis de dépôt du projet d'offre publique.²⁶⁸ Il est donc impossible, à partir de ce moment, pour les dirigeants de mettre en œuvre des mécanismes qui mèneraient à l'échec de l'offre publique sans avoir obtenu préalablement l'aval de l'assemblée générale. Les décisions qui ont été entamées avant le lancement de l'offre publique restent entièrement dans les mains des dirigeants pour autant qu'elles s'inscrivent dans le cours normal des activités de la société.²⁶⁹

L'article L233-32 ne s'applique toutefois pas en cas de non-réciprocité de cette règle par la société ayant lancé l'OPA.²⁷⁰ Ce mécanisme est permis par la directive européenne mais il semblerait que le législateur français ait vu plus large que son homologue européen. En effet, le législateur européen vise l'attaquant qui « *n'applique pas ces mêmes articles* » alors que la loi française vise également les dispositions qui seraient « *simplement équivalentes* ». ²⁷¹ Cette notion étant floue, l'appréciation est laissée à l'Autorité des marchés financiers en cas de contestation.²⁷² Là où cette règle gagne une certaine puissance, c'est lors d'une attaque multiple. En effet, il suffit que l'un des attaquants n'applique pas la règle de passivité pour permettre à la société française de faire valoir le régime de la réciprocité.²⁷³

La loi française suit donc la philosophie de la passivité repris dans la directive et laisse le soin de la mise en place des mesures de défense à l'assemblée générale des actionnaires. Tout comme la loi belge, aucun quorum de présence et aucune majorité spécifique n'est prévu quant aux assemblées qui voteront les mesures de défenses. Une des grandes spécificités du régime français est la possibilité de création de « bons d'offres ». ²⁷⁴ Ceux-ci sont des « *bons permettant de souscrire à des actions de la société. Ils sont attribués gratuitement aux actionnaires, pourvu*

²⁶⁷ Article L233-32, al. 1, code de commerce (France).

²⁶⁸ J.-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 330.

²⁶⁹ *Ibid.*, p. 330.

²⁷⁰ Article L233-33, al. 1, code de commerce (France).

²⁷¹ J.-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 331.

²⁷² *Ibid.*

²⁷³ *Ibid.*

²⁷⁴ Ch. CLERC, « Les bons d'offre au cœur de la transposition de la Directive OPA », *Rev. trim. dr. fin.*, 2006/1, p. 27.

qu'ils aient cette qualité au plus tard à l'expiration de la période d'offre, et permettent une souscription à des actions à des conditions préférentielles en cas d'offre publique ».²⁷⁵

Par ces derniers, il est possible de faciliter l'augmentation du capital et ainsi rendre la réussite de l'OPA plus compliquée. Ils peuvent même être utilisés en tant qu'arme de dissuasion inspirée des « *shareholders rights plans* »²⁷⁶ américain.²⁷⁷

C'est à l'assemblée générale de prendre la décision de leur création lors d'une assemblée extraordinaire²⁷⁸ mais il est possible pour cette dernière de déléguer cette compétence au conseil d'administration de la société en ayant au préalable fixé le montant maximum de l'augmentation de capital ainsi que le nombre de bons d'offre pouvant être émis.²⁷⁹

Concernant la neutralisation des restrictions au transfert de titre et à l'exercice du droit de vote, la France semble avoir suivi la même voie que la Belgique. En effet, celle-ci n'oblige pas les sociétés à appliquer l'article 11 de la directive européenne mais offre seulement la possibilité de le faire.²⁸⁰ Il est toutefois nécessaire de différencier les restrictions au transfert d'action et celles de l'exercice du droit de vote.

Pour les premières, la loi française ne neutralise pas de plein droit les restrictions conventionnelles. Pour qu'elles soient neutralisées, il est nécessaire d'avoir une clause statutaire préalable qui les rend dès lors inopposables à l'offrant.²⁸¹ Cette solution provient du rapport Lepetit²⁸² qui cherche le respect du droit conventionnel français au travers de celle-ci. Cela peut sembler curieux car il permet à une clause statutaire de défaire une convention pouvant comprendre des tiers et permet également à une majorité de défaire un accord pris à l'unanimité.²⁸³

²⁷⁵ J.-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 333.

²⁷⁶ « *Such plans allow existing shareholders the right to purchase additional shares at a discount, effectively diluting the ownership interest of any new, hostile party. Most plans are triggered whenever one individual or entity obtains a certain percentage of total ownership, leading to the nickname "poison pill."* », <http://www.investopedia.com/ask/answers/042015/why-shareholder-rights-plan-called-poison-pill.asp>, consulté la dernière fois le 12 août 2017.

²⁷⁷ A. PIETRANCOSTA, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Paris, Ed. Transactive, 2000, n°686.

²⁷⁸ La loi française a toutefois prévu que cette assemblée décide sans quorum sur seconde convocation et à la majorité simple de voix. Pour la première convocation, un minimum d'un cinquième des actions ayant le droit de titre doit être représenté.

²⁷⁹ J.-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 333.

²⁸⁰ *Ibid.*, p. 335.

²⁸¹ *Ibid.*, p. 336.

²⁸² J.-F., LEPETIT, *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition*, 27 juin 2005. Disponible sur : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/054000470/index.shtml>, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

²⁸³ J.-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 336.

Pour les secondes, il existe une possible neutralisation des restrictions statutaires ou conventionnelles. Concernant la période de l'offre, la loi française ne suit pas le processus de la directive européenne qui prévoit une neutralisation pure et simple pendant l'assemblée générale qui arrête les mesures de défense. En effet, elle prévoit simplement qu'une clause statutaire peut prévoir la neutralisation, que ce soit par le biais de restrictions conventionnelles ou statutaires.²⁸⁴ Pour les restrictions conventionnelles, le régime est identique à celui des restrictions quant au transfert d'actions vu ci-dessus. Il en est de même pour les restrictions statutaires (bien qu'elles perdent leur caractère original étant donné qu'il s'agit ici d'une exception statutaire à une clause statutaire).²⁸⁵

Nous le voyons, la seule neutralisation de plein droit présente dans la loi française vise les neutralisations statutaires au transfert d'action : celles-ci sont donc inopposables à la société lançant l'OPA.

En conclusion, la France est loin d'être le plus mauvais élève des Etats membres dans la recherche d'une harmonisation des règles face aux OPA. Elle était déjà conforme à la directive avant son adoption et n'a pas hésité à suivre le législateur européen quant à la limitation du pouvoir des dirigeants de ses sociétés. Le non-suivi se ressent plus dans la question de la neutralisation des restrictions des transferts de titre et à l'exercice du droit de vote.²⁸⁶ La France, bien que défavorable aux OPA, n'a pas pour autant décidé de tenter de les empêcher absolument.²⁸⁷

Section 2. Le droit allemand et la directive OPA.

Le phénomène des OPA est jeune en Allemagne. En effet, il suffit de remonter aux années 1999-2000 pour avoir une première trace d'une telle opération en Allemagne.²⁸⁸ Toutefois, bien que cela ait été tardif, le sujet n'a pas échappé aux auteurs allemands qui n'ont pu s'empêcher de réfléchir à ce sujet.²⁸⁹

La directive européenne a été transposée en droit allemand par la loi du 8 juillet 2006 modifiant le *Wertpapierübernahmegesetz*. La France et l'Allemagne ont donc été plus réactives

²⁸⁴ *Ibid.*, p. 336.

²⁸⁵ *Ibid.*, p. 337.

²⁸⁶ *Ibid.*, p. 339.

²⁸⁷ *Ibid.*

²⁸⁸ Acquisition par Vodafone Airtouch de Mannesmann.

²⁸⁹ Chr. M. BRÜLS, « La transposition de la treizième directive du 21 avril 2004 dans d'autres pays européens – Aspect de droit comparé : l'exemple de l'Allemagne », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 309.

quant à la transposition de la législation européenne que la Belgique pour laquelle une année supplémentaire sera nécessaire.

Concernant la portée de la réglementation, la loi allemande suit la disposition de la directive européenne: en effet, les deux textes indiquent que la réglementation OPA ne porte que sur les titres qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé.²⁹⁰ On voit ici une différence avec le droit français qui a élargi le champ d'application au marché non réglementé et sur demande du gestionnaire du marché et avec le droit belge concernant les OPA obligatoires qui s'étend également sur « *un système multilatéral de négociation désigné par le Roi* ».²⁹¹

Une autre spécificité du droit allemand est que le *Wertpapierübernahmegesetz* reste applicable pour des sociétés étrangères ayant un siège social dans un autre état membre mais dont les titres sont admis sur un marché réglementé allemand.^{292,293} Toutefois, cela n'est pas possible si le siège social de la société se situe en dehors de l'Espace Economique Européen.²⁹⁴

Qu'en est-il de la transposition des articles 9 et 11 de la directive européenne dans le droit allemand ? Concernant le principe de passivité, le législateur allemand a instauré une « *passivité limitée* » qui sera conservée lors de la transposition. En principe, le directoire doit rester neutre face à une OPA.²⁹⁵ Cependant, les dirigeants d'une société peuvent après la notification de l'OPA accomplir tous les actes de gestion que les dirigeants corrects et consciencieux d'une société non visée par une OPA pourraient accomplir.²⁹⁶ De plus, ils peuvent rechercher des offres concurrentes à celle proposée.²⁹⁷

D'une portée plus intéressante, il est également possible au conseil de surveillance d'autoriser le directoire à mettre en œuvre des mesures de défense. Cela est intéressant car dans le conseil de surveillance les salariés sont représentés quasiment paritairemment.²⁹⁸ Dès lors, nous comprenons qu'ils sont plus enclins à installer des mécanismes de défense vu la crainte légitime d'une perte d'emploi qu'une OPA peut apporter.²⁹⁹

²⁹⁰ M. BODE, *op. cit.*, p. 121.

²⁹¹ Art. L. 433-1, IV et art. 4, §1 2° loi 1^{er} avril 2007.

²⁹² Chr. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 312.

²⁹³ Nous voyons ici une différence avec le droit belge pour lequel le champ d'application de la loi OPA et de l'arrêté royal OPA se limite aux sociétés dont le siège social se trouve en Belgique.

²⁹⁴ Chr. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 312.

²⁹⁵ *Ibid.*, p. 315.

²⁹⁶ *Ibid.*, p. 314.

²⁹⁷ *Ibid.*

²⁹⁸ K.J. HOPT, « les offres publiques d'acquisition en droit français et allemand après la 13^e directive », *Recueil Dalloz*, 183, 2007, p. 463.

²⁹⁹ *Ibid.*, p. 462.

Il est également possible de recevoir une habilitation de l'assemblée générale qui sera effective pendant dix-huit mois. L'autorisation du conseil de surveillance est toutefois nécessaire pour mettre en œuvre les mesures de défenses par le directoire. Cela se fera rarement car il suffit pour mettre en place les mesures de défense d'avoir l'accord du conseil de surveillance.³⁰⁰ Cela fut fortement critiqué par les acteurs du monde financier vu son protectionnisme trop élevé, alors que du côté des syndicats et salariés de l'époque, la réaction fût positive.³⁰¹

Concernant le principe de neutralisation, les sociétés prennent leurs propres décisions : elles peuvent prévoir son application.³⁰² Dans ce cas, elles doivent respecter une série de conditions.³⁰³

Nous le voyons, ni la Belgique ni l'Allemagne n'ont obligés leurs sociétés à appliquer les articles 9 et 11 de la directive. Est-on pour autant dans un même modèle économique ? Selon Christine M. Brüls, la Belgique n'a pas opté pour un système plus libéral que l'Allemagne et se retrouverait dans un régime fortement protectionniste.³⁰⁴ La différence proviendrait du régime facultatif de l'application du principe de passivité instauré en Belgique.

Section 3. Rule of Passivity et Business judgment rule: UK vs. USA.

Les OPA sont une partie importante dans la culture des affaires dans le monde anglo-saxon depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Toutefois, il est intéressant de remarquer que les régulations se sont faites sous forme de vague au sein des paysages juridiques avec certains points culminants.³⁰⁵ On retrouve deux oppositions dans cette vision : d'une part, la fusion de deux sociétés mène à une meilleure efficacité de la nouvelle société constituée sur les marchés mais d'autre part, de telles fusions vont diminuer drastiquement la concurrence sur le territoire.³⁰⁶ Dès lors, un système d'investigation au cas par cas a été instauré dans les années 1965³⁰⁷ et 1973³⁰⁸. Cette dernière est d'ailleurs toujours d'application sur le territoire national

³⁰⁰ §33i, WpÜG.

³⁰¹ K.J. HOPT, *op. cit.*

³⁰² Chr. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 316.

³⁰³ §33b, WpÜG.

³⁰⁴ Chr. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 318.

³⁰⁵ P. L., DAVIES, « Defensive Measures: The Anglo - American Approach. The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States », in *European Takeovers. Law and Practice*, Butterworths, London, 1992, p. 195.

³⁰⁶ *Ibid.*

³⁰⁷ Monopolies and Mergers Act.

³⁰⁸ Part V of the Fair-Trading Act.

anglais. Dans les années 80, une nouvelle vague de politique publique fera son apparition afin de compléter les réglementations déjà en place.

Dans le monde anglo-saxon, nous trouvons deux moments clé concernant les réglementations des OPA : les règles des défenses post-lancement de l'OPA et les tactiques de défense pré-lancement l'OPA. Nous n'analyserons uniquement que la première en distinguant les régimes mis en place au Royaume-Uni et aux Etats-Unis d'Amérique.

Concernant les règles post-lancement de l'OPA au Royaume-Uni, Nous nous attarderons sur les "*Frustrating Actions*". Ce sont des séries de manœuvres qui pourraient mettre à mal une OPA. La réglementation anglaise³⁰⁹ interdit, sans l'accord des actionnaires, les actions par les dirigeants de la société cible qui ont pour effet d'empêcher l'offre ou d'empêcher les actionnaires de prendre une décision concernant cette dernière.³¹⁰ Le fait que les dirigeants aient une volonté ou non d'empêcher l'OPA n'a aucune importance.

Dans le fond, les tactiques légitimes de défenses des dirigeants sont limitées à fournir des informations aux actionnaires, rappeler aux actionnaires leur loyauté ou leur patriotisme, user leurs ressources ou celles de leurs amis pour acheter des actions de société cibles.³¹¹ On retrouve donc ici l'idée de la passivité des dirigeants de l'entreprise.

Le "*General Principe 7*" est l'un des plus important du code : il prévient des actions prises par les dirigeants dont les intérêts de management pourraient rentrer en conflit avec ceux des actionnaires. Toutefois, la portée de cette disposition peut être atténuée : en effet, le principe au cœur de cette réglementation étant la décision des actionnaires et non la simplification des OPA, il suffirait aux dirigeants de persuader les actionnaires de ne pas l'accepter pour la voir tenue en échec.³¹²

Il est également possible pour les dirigeants de lancer une telle action sans l'accord préalable des actionnaires. Pour cela, elle doit obtenir une renonciation de la SEC. Cette dernière est obtenue si les dirigeants ont pu démontré qu'il est difficile de convoquer l'assemblée générale et qu'une telle action n'est pas faite dans l'intention d'empêcher l'OPA.³¹³

³⁰⁹ General Principe 7, City Code.

³¹⁰ P. L., DAVIES, *op. cit.*, p. 200.

³¹¹ *Ibid.*

³¹² *Ibid.*, p. 202.

³¹³ www.nortonreosefullbright.com/knowledge/publications/20461/frustrating-actions, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

En cas de non-respect de ces dispositions, les opérations illégales ne lieront pas la société cible et celle-ci ainsi que les dirigeants seront assujettis à une amende.³¹⁴

Concernant les USA, nous sommes à l'opposé de la philosophie qui règne au Royaume Uni. Si ces derniers prône la *Rule of passivity*, les étatsuniens sont dans la philosophie du *Business Judgment Rule* où les administrateurs d'une société ont une totale liberté d'action pour autant qu'ils agissent dans l'intérêt de la société qui leur est supérieur.³¹⁵

La possibilité de renoncer à une offre indésirable afin de défendre la société fait autant partie des missions des dirigeants de la société que de fixer la stratégie commerciale en premier lieu et dans la répartition des pouvoirs entre la direction. Les actionnaires n'ont donc aucun rôle à jouer dans cette appréciation et ces mises en place à l'exception du choix des administrateurs de la société.

Toutefois, il serait erroné de penser que la direction peut employer n'importe quelle tactique afin d'empêcher un offrande de parvenir à ses fins.

La politique de base aux USA est donc que la décision de la mise en place des mesures de défense est une question relevant du pouvoir discrétionnaire normal des dirigeants de la société cible. Cependant, cette appréciation n'est pas du *Business Judgment Rule* pur. Cette règle exige également qu'un tribunal vérifie que le conseil d'administration ait bien pris sa décision de bonne foi, dans une poursuite d'intérêts légitimes de la société et que cela a été fait de manière délibérée.³¹⁶

Cette analyse n'étant pas des plus simple, la Cour suprême du Delaware a proposé une approche un peu plus élaborée et en deux étapes pour déterminer la légalité des mesures de défense. La première question à se poser est de savoir si les administrateurs ont des motifs raisonnables de croire que l'OPA risque de mettre en danger la politique commerciale et son efficacité. Cela se démontre en prouvant la bonne foi des administrateurs ainsi qu'en procédant à une enquête raisonnable à ce sujet. La seconde question est un critère de proportionnalité : les mesures de défense adoptées sont-elles raisonnables face à la menace posée par l'OPA ?³¹⁷

Nous le voyons, si les mesures de défense prise par les dirigeants répondent à l'affirmative aux deux questions posées, alors ces dernières ne risquent pas de les voir mises à mal par une

³¹⁴ P. L., DAVIES, *op. cit.*, p. 201.

³¹⁵ *Ibid.*, p. 203.

³¹⁶ *Ibid.*

³¹⁷ *Ibid.*

quelconque juridiction. Toutefois, ces questions permettent une certaine marge de manœuvre pour les cours et tribunaux et il est donc recommandé de suivre les jugements de chaque Etats membres des USA afin d'en retirer une jurisprudence générale.³¹⁸

³¹⁸ *Ibid.*

Conclusions.

Au terme de ce travail, nous constatons que ce sujet est encore loin d'avoir livré sa dernière bataille et qu'il est plus que prévisible de s'attendre à des prochaines réformes tant les objectifs d'harmonisation au sein de l'Union européenne n'ont pas été atteints. De plus, bien que les OPA ne soient pas encore les opérations les plus populaires sur notre continent, on aperçoit une augmentation certaine de ces dernières notamment dû au fait des situations politiques et économiques actuelles.³¹⁹

L'objet de ce mémoire était de répondre à deux questions : quels sont les moyens de défense existant face à une OPA et quel organe de la société a le pouvoir de les mettre en œuvre ? Nous avons apporté des réponses à ces deux questions.

Concernant la première, nous avons vu que la société se retrouve face à un panel de solutions à mettre en œuvre préventivement ou en réaction de l'offre. Il est intéressant de voir que lors de la rédaction du Code des sociétés, le législateur avait dans le coin de sa tête les offres publiques d'acquisition, pourtant peu répandues en Belgique, et n'a pas hésité à prévoir des régimes spécifiques pour ces situations.

Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que bien que le législateur belge ait fait le choix de refuser de transposer le principe de passivité tel que prévu dans la directive OPA, il semble suivre cette philosophie dans son code de société. En effet, l'article 557 du Code des sociétés est un parfait exemple de la règle de la passivité tout en laissant des possibilités d'actions pour le conseil d'administration.

Pour revenir sur les modes de défenses, nous rappelons qu'il en existe trois ordres : celles visant la structure et celles ne visant pas la structure mises en place avant ou pendant la période OPA.

Les premières reposent énormément sur la notion de confiance. En effet, que ce soit dans l'établissement d'une société holding, de l'émission de parts bénéficiaires ou la certification de titres, ceux qui les ont instaurés ont offert un plus grand pouvoir à celui qui sera désigné pour les gérer : une confiance est donc demandée afin de ne pas tomber dans la traverse opposée, c'est-à-dire offrir à la partie offrante une plus grande simplicité dans la prise de pouvoir de la société en acquérant le pouvoir ainsi placé entre les mains d'une unique personne.

³¹⁹ <http://www.atlantico.fr/rdv/atlantico-bourse/2017-annee-opa-alain-pitous-2949782.html>, consulté la dernière fois le 11 août 2017.

Toutefois, certaines mesures structurelles ne demandent pas l'intervention d'une personne de confiance, mais ont d'autres défauts qui pourraient également venir déranger les actionnaires de la société cible. Que ce soit l'émission de parts bénéficiaires, d'action sans droit de vote, les clauses d'inaliénabilité ou l'établissement de majorité qualifiée, ces derniers pourraient voir leur droit pécunier ou vital diminuer alors qu'ils ne se trouvent sous aucun danger d'OPA.

Nous ne pensons pas que les défenses du troisième ordre sont les plus efficaces face à une OPA hostile. En effet, que ce soit la vente des joyaux de la couronne ou la recherche d'un chevalier blanc, la société cible se verra affaiblie : soit par la perte de leurs actifs les plus importants ou par le rachat d'un autre offrant. Cela ressemble plus à des tentatives de derniers instants pour éviter de se faire acquérir par le premier offrant et non pour éviter de se faire acquérir.

Nous l'avons compris, les modes de défenses les plus efficaces sont ceux regroupés dans le deuxième ordre : ceux ne visant pas la structure de la société mis en place avant le lancement de l'OPA. Ces mécanismes (Rachat d'actions propres, le recours au capital autorisé, l'émission de warrants, les options d'achat et de vente sur les actifs de la société ou sur les actions propres de la société, les participations croisées, le droit d'agrément et de préemption ainsi que les clauses de changement de contrôle) ont un réel pouvoir de dissuasion sur l'offrant. En effet, ils permettent aux actionnaires déjà présents d'augmenter leurs forces au sein de la société sans pour autant faire tenir cette force sur une quelconque relation de confiance qui existe dans les mesures structurelles. En s'offrant de tel mode de défense, les actionnaires, s'ils décident de les mettre en œuvre, s'offriront ainsi un bouclier face à un offrant non désiré.

Concernant la deuxième question portant sur quel était l'organe de la société qui détenait le pouvoir de la mise en œuvre des mécanismes de défense, la réponse est plus délicate. En effet, cette question fut l'un des principaux débats lors de l'élaboration de la treizième directive en voyant s'affronter les défenseurs de la *Rule of Passivity* et ceux de la *Business Judgment Rule*. Bien que le législateur européen prône pour un effacement des dirigeants pour laisser les pleins pouvoirs aux actionnaires lors d'une OPA, il ne put imposer son choix aux Etats-membres et leur laissa donc la possibilité via le régime optionnel.

Pour ce qui est de la Belgique, nous avons déjà rappelé qu'elle avait le choix de ne pas appliquer l'article 9 de la directive mais qu'en analysant plus en profondeur les solutions que le législateur avait instauré dans le Code des sociétés, il est facile de trouver des dispositions

empêchant toute action du conseil d'administration. Nous nous trouvons dans un réel univers de collaboration entre les actionnaires et les dirigeants avec toutefois un penchant de laisser le pouvoir à l'assemblée générale.

Est-ce là à dire que la *Business Judgment Rule* est vouée à disparaître dans notre paysage juridique. Nous ne le pensons pas. En effet, avec la sortie du Royaume-Uni lors du Brexit et la volonté de créer un marché financier concurrent à celui présent aux USA, il ne serait pas étonnant de voir apparaître un courant plus fort au sein des Etats membres afin de laisser plus de manœuvre aux dirigeants des sociétés afin qu'ils puissent décider eux-mêmes du destin de la société dont ils gèrent le management.

Nous ne franchirons toutefois pas la ligne d'émettre un espoir ou d'exprimer à ce sujet, et seul l'avenir pourra répondre à la question future de à qui appartiendra les prérogatives d'installation des mesures de défense face à une OPA non désirée.

Bibliographie

Législation

Législation européenne

- Dir. (CE) n° 2003/71 du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.*, L 345, du 31 décembre 2003, p. 64.
- Dir. (CE) n° 2004/25 du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.U.E.*, L 142, du 30 avril 2004, p. 12.

Législation belge

Travaux préparatoires

- Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, Exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch., s.o. 2006-2007, n°51-2834/001, p.20.
- Projet de loi relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, Projet de loi complétant, en ce qui concerne les voies de recours contre les décisions prises par le ministre, par la CBF, par l'OCA et par les entreprises de marché et en ce qui concerne l'intervention de la CB et de l'OCA devant les juridictions répressives, la loi du ... relative à la surveillance du secteur financier et modifiant diverses autres dispositions légales, Commentaire des articles, *Doc. parl.*, Ch. Repr., sess. Ord. 2001-2002, Doc 50 1842/001 et Doc 50 1843/001, p. 131.

Lois

- Articles 480, 481, 483, 496, 500, 503, 510, 511, 512, 513, 542, 544, 556, 557, 560, 596, 598, 607, 620, 621 et 632 du Code des sociétés.
- Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006, p. 31352.
- Loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 26 avril 2007, p. 22378.

Arrêtés Royaux

- A.R. du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007, p. 27736.

- A.R. du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières, *M.B.*, 17 août 1999, p. 30448.

Lois étrangères

- Articles L233-32, L233-33 et L433-1 du Code de commerce (France)
- Articles 33i et 33b du Wertpapierübernahmegesetz (Allemagne)

Doctrine

- AUTENNE, A., « Le droit des offres publiques d'achat : Eléments d'analyse économique néo-institutionnaliste », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 341.
- BODE, M., *Le groupe international de sociétés : le système de conflit de lois en droit comparé français et allemand*, Bernes, Peter Lang, 2010.
- BONNEAU, T., *Régulation Bancaire et financière européenne et internationale*, 2e ed., 2014, Bruylant, Bruxelles.
- BRÜLS, Chr. M., « La transposition de la treizième directive du 21 avril 2004 dans d'autres pays européens – Aspect de droit comparé : l'exemple de l'Allemagne », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007.
- BRUYNEEL, A., « Le droit des O.P.A. en 2007 », *J.T.*, 2007, p. 569.
- BRUYNEEL, A., « Les offres publiques d'acquisition, réforme de 1989 », *J.T.*, 1990, p. 142.
- CHABERT, P.-Y., « Actualité du droit des marchés financiers jeudi 26 mai 2011 : directive OPA : le chantier de la révision », *Rev. trim. dr. fin.*, septembre 2011, p. 2.
- CLERC, Ch., « Les bons d'offre au cœur de la transposition de la Directive OPA », *Rev. trim. dr. fin.*, 2006/1, p. 27.
- COTEGA, A., « L'acquisition d'entreprises, par offre publique, dans l'Union européenne », *J.D.E.*, 2011, p. 257.
- CREPLET, O. et ANDRÉ-DUMONT, A.-P., « l'affaire Electravel ou les premières aspérités du nouveau paysage du contentieux en matière d'offre publique d'acquisition », *R.P.S.*, 2005, p. 345.
- DAIGRE, J.-J., « La transposition de la Directive OPA en droit français », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 321.

- DALLE, M., « Artikel 556 van het Wetboek van vennootschappen is toepasselijk op elk beding inzake controlewijziging (change of contrôle clause) ten laste van een naamloze vennootschap », *T.R.V.*, 2004, p. 87.
- DAVIES, P., SCHUSTER, E.-P. et VAN DE WALLE DE GHELDE, E., *Takeover Directive as a Protectionist Tool?*, Bruxelles, ECGI, 2010.
- DAVIES, P.-L., « Defensive Measures: The Anglo - American Approach. The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States », in *European Takeovers. Law and Practice*, Butterworths, London, 1992, p. 195.
- DE CORDT, Y., « Les enjeux de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 3.
- DE PAGE, H., *Traité élémentaire de droit civil belge*, t. V, n° 907.
- DIEUX, X. et WILLERMAIN, D., *Offres publiques. Offres et émissions publiques d'instruments de placement. Offres publiques d'acquisition. Offres publiques de reprise.*, Bruxelles, Bruylant, 2016.
 Disponible sur : http://ecgi.org/takeovers/documents/european/hlg01_2002_fr.pdf
 (consulté pour la dernière fois le 01 aout 2017).
- EASTERBROOK, F.H. et FISCHER D.R., « The Proper Role of a Target's Management is responding to a Tender Offer », *Harvard Law Review*, 1981, p. 1161.
- FERON, B., « Les conventions d'actionnaires après la loi du 13 avril 1995 », *R.D.C.*, 1996, p. 688.
- FONTAINE, A. et VAN DER HAEGEN, M., « La certification comme moyen de défense contre les O.P.A. », *Rev. prat. soc.*, 1999, p. 42.
- FORIERS, P.A., HIRSCH, S., MARQUETTE, V., JAFFERALI, R., *Les offres publiques d'acquisition, le nouveau régime*, Bruxelles, Larcier, 2008.
- FRANTZEN, J., « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Dr. banq. fin.*, 2004, p. 144.
- FYON, M., « Contrôle et mesures anti-OPA », in *Contrôle et stabilité et structure de l'actionariat*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 291.
- FYON, M., « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (Première partie) », *Dr. banq. fin.*, 2007, p. 242.
- FYON, M., « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (Deuxième partie) », *Dr. banq. fin.*, 2007, p. 295.

- GEENS, K. et VAN GERVEN, D., « Beschermingsmaatregelen voor de doelwitvennootschap in het kader van de nieuwe O.O.B. reglementering », *T.R.V.*, 2000, p. 395.
- HAMER, P. et CONEM, D.P., « La procédure d’offre publique d’acquisition, le rôle du conseil d’administration, les mesures de défense et la due diligence », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d’acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 103.
- HOPT, K.J., « les offres publiques d’acquisition en droit français et allemand après la 13^e directive », *Recueil Dalloz*, 183, 2007, p. 463.
- LAMBRECHT, P. et TOSSENS, J.-F., « La réforme de la surveillance du secteur financier - article de synthèse sur la loi du 2 août 2002 », *Rev. prat. soc.*, 2002, p. 201.
- LEPETIT, J.F., *Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d’acquisition*, 27 juin 2005. Disponible sur : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/054000470/index.shtml>, consulté la dernière fois le 11 août 2017.
- MALHERBE, J., DE CORDT, Y., LAMBRECHT, P. et MALHERBE, P., *Droit des sociétés – Précis – Droit européen, droit belge*, 4^{ème} ed., Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 1103.
- MEUNIER, J. et DE CROMBRUGGHE, N., « La position de la société cible sous la législation OPA », *Dr. banc. fin.*, 2009, p. 126.
- PIETRANCOSTA, A., *Le droit des sociétés sous l’effet des impératifs financiers et boursiers*, Paris, Ed. Transactive, 2000, n°686.
- *Rapport du groupe de haut niveau d’experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d’acquisition*, présidé par J. WINTER, Bruxelles, 10 janvier 2002.
- *Report on takeover and other bids*, preside par R.R. PENNINGTON, Bruxelles, 1974. Disponible sur http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf, consulté la dernière fois le 11 août 2017.
- SIMONT, L. et FORIERS, P.A., « Deux questions en matière OPA », *Mélange Kirkpatrick*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 890.
- SIMONT, L., « Protection et défense contre l’OPA », *Financiële herregulering in België*, Kluwer, 1990, p. 541.
- SIMONT, L., « L’égalité entre les actionnaires de la société anonyme », *Rev. prat. soc.*, 1997, p. 235.

- TATON, X., « La nature des nouvelles compétences de la cour d'appel de Bruxelles en matière d'offre publiques d'acquisition », *R.D.C.*, 2003, p. 811.
- TOSSENS, J.-F., « Les voies de recours », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 273.
- VAN DER HAEGEN, M., « Les mécanismes de défense en cas d'OPA hostile : choix du régime opt-in », *OPA : analyse et commentaires de la nouvelle législation*, Séminaire Vanham & Vanham du 22 mai 2007, p. 3.
- VAN OMMESLAGHE, P., « Le rôle et les pouvoirs du conseil d'administration de la société visée », *OPA et modifications de contrôle : actualités législatives et judiciaires*, Séminaire Vanham & Vanham du 22 avril 2004, p. 3.
- VOGLET, B., « La portée réelle de l'art. 510 du Code des sociétés concernant la possibilité d'interdire de restreindre ou de limiter les cessions d'actions », *J.D.S.C.*, 2008, p. 93.
- WÉRY, P., *Droit des Obligations Volume 1 Théorie générale du contrat*, Bruxelles, Larcier, 2011.
- WILLERMAIN, D., « Les titres traditionnels et les opérations y relatives », *J.T.*, 2011, p. 209.
- WINTER, J., « Offres publiques d'acquisition et moyens de défense anti-O.P.A dans le cadre de la nouvelle proposition de 13^e directive », *R.P.S.*, 2002, p. 217.
- WITTERWULGHE, R., *L'offre publique d'acquisition au service d'un marché de société*, Bruxelles, La Renaissance du Livre, 1973.

Sources internet.

- <http://www.atlantico.fr/rdv/atlantico-bourse/2017-annee-opa-alain-pitous-2949782.html>
- <https://www.becompta.be/dictionnaire/pair-comptable>
- <http://www.edubourse.com/lexique/action-liberee.php>
- <https://www.fsma.be/fr/la-fsma>
- <https://www.fsma.be/fr/brochure-de-presentation>
- https://fr.wikipedia.org/wiki/Offre_publicue_d%27achat#La_premi.C3.A8re_OPA
- <http://www.investopedia.com/ask/answers/042015/why-shareholder-rights-plan-called-poison-pill.asp>
- <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/054000470/index.shtml>
- www.nortonreosefullbright.com/knowledge/publications/20461/frustrating-actions

- <https://www.notaire.be/societes/titres-de-la-societe/cession-des-titres/droit-de-preference>

Autre.

- VAN HAMME, J. et FRANCQ, P., « Business Blues », *Largo Winch*, Tome 4, Bruxelles, Dupuis, 1993.

Place Montesquieu, 2 bte L2.07.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique www.uclouvain.be/drt

