

Les mesures de défense contre les O.P.A. hostiles: le régime juridique qui les encadre et les organes compétents pour les mettre en œuvre

Mémoire réalisé par
Philip Spilberg

Promoteur
Yves De Cordt

Année académique 2015-2016
Master en droit

Plagiat et erreur méthodologique grave

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 œuvre, 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 œuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette œuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

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

Remerciements

Ce mémoire constitue l'aboutissement d'un projet réalisé avec le soutien de personnes à qui je souhaite exprimer toute ma reconnaissance. Tout d'abord, mon promoteur, Monsieur Yves De Cordt, dont la patience et les conseils précieux et pertinents m'ont guidé tout au long mon travail. J'aimerais également remercier des étudiants de la faculté de droit et de la LSM pour leurs commentaires lors de l'élaboration de ce mémoire. Toute ma gratitude va également envers les membres de ma famille et mes amis qui m'ont soutenu tout au long du processus.

« Si vis pacem, para bellum »

Proverbe latin

« Sans doute la politique a-t-elle ses raisons que le droit ne connaît pas »

Joëlle Simon

Table des matières

<i>Introduction</i>	1
<i>Partie I: Les principes régissant les défenses anti-O.P.A. et les évolutions réglementaires et législatives en la matière</i>	4
Chapitre I: Le rôle de l'organe de gestion: le principe de passivité et la « <i>Business judgment rule</i> ».	4
<u>Section 1: Le principe de passivité de l'organe de gestion</u>	4
<u>Section 2: La « <i>Business judgment rule</i> » et l'approche étasunienne</u>	6
<u>Section 3: Le choix entre les deux approches</u>	8
Chapitre II: Le régime juridique applicable en Belgique avant la directive O.P.A.	9
<u>Section 1: la période de non-réglementation</u>	9
<u>Section 2: L'O.P.A. sur la Société Générale de Belgique</u>	10
§.1: Genèse de l'affaire	10
§.2: Les décisions du juge des référés	12
§.3: La position de la Commission bancaire	12
§.4: L'arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles du 1 ^{er} mars 1988	13
<u>Section 3: La réaction du législateur belge</u>	15
Chapitre III: Comparaison avec les régimes français et luxembourgeois	16
<u>Section 1: Droit français</u>	16

<u>Section 2: Droit luxembourgeois</u>	18
Chapitre IV: Droit Communautaire: la directive O.P.A.	19
Section 1: L'élaboration de la directive O.P.A.	19
<i>Sous-section 1: Les enjeux de l'adoption</i>	19
<i>Sous-section 2: La première proposition</i>	20
<i>Sous-section 3: La deuxième proposition</i>	21
<i>Sous-section 4: Le rapport « Winter »</i>	22
<u>Section 2: L'adoption de la directive et les principes retenus en matière de défenses anti-O.P.A.</u>	25
<i>Sous-section 1: La recherche d'un compromis</i>	25
<i>Sous-section 2: Les principes retenus en matière de défense anti-O.P.A.</i>	26
§.1: La passivité de l'organe de gestion (article 9 de la directive)	26
§.2: La neutralisation des mécanismes de protection (article 11 de la directive)	27
§.3: Le régime optionnel (article 12 de la directive)	29
§.4: Le principe de transparence (article 10 de la directive)	30
<i>Sous-section 3: La transposition de la directive O.P.A.: vue d'ensemble</i>	31
Chapitre V: Les évolutions législatives après la directive O.P.A.	33
<u>Section 1: Droit belge</u>	33
<u>Section 2: Droit luxembourgeois</u>	34
<u>Section 3: Droit français</u>	35
<i>Sous-section 1: La transposition de la directive O.P.A.</i>	35
<i>Sous-section 2: La loi « Florange »: une loi anti-O.P.A.</i>	37
§.1: La généralisation du droit de vote double au sein des sociétés cotées	37
§.2: La suppression du principe de passivité des organes de direction en cas d'O.P.A.	38
<i>Partie II: Le régime juridique des principales mesures de défense anti-O.P.A. en Belgique</i>	40
Chapitre I: Généralités: la conformité des mesures de défense à l'intérêt social de la société cible	40
Chapitre II: Les opérations portant sur le patrimoine de la société	41

Section 1: L'article 556 du Code des sociétés: les clauses de changement de contrôle	41
Section 2: L'article 557 du Code des sociétés	43
Chapitre III: Le capital autorisé.....	45
<u>Section 1: Généralités.....</u>	45
<u>Section 2: Le capital autorisé en cas d'O.P.A.</u>	47
Chapitre IV: L'acquisition de titres propres	48
<u>Section 1: Généralités.....</u>	48
<u>Section 2: Le régime juridique de l'acquisition de titres propres.....</u>	49
Chapitre V: Les droits de souscription ou « Warrants »	51
Chapitre VI: Les restrictions à la cessibilité des titres	52
<u>Section 1: Les clauses d'inaliénabilité</u>	53
<u>Section 2: Les clauses d'agrément et de préemption</u>	54
§.1: Généralités.....	54
§.2: Le sort des clauses d'agrément et de préemption en cas d'O.P.A.	55
Chapitre VII: La certification de titres	57
Chapitre VIII: La Défense « White Knight »	59
<u>Section 1: Le principe</u>	59
<u>Section 2: Illustration belge.....</u>	60
<i>Conclusion.....</i>	61
<i>Bibliographie.....</i>	68

Introduction

Le contentieux des défenses anti-O.P.A., qui évoque spontanément dans notre esprit des combats boursiers acharnés à Wall Street, n'est pas un sujet particulièrement présent dans l'actualité européenne et encore moins dans l'actualité belge. Le lecteur pourrait donc légitimement se demander pourquoi consacrer un mémoire à ce sujet.

Selon nous, la thématique est intéressante et mérite le détour pour plusieurs raisons. Premièrement, le sujet que nous aborderons mélange à la fois deux sphères clés du droit des affaires qui sont le droit des sociétés et le droit financier. Deuxièmement, la thématique abordée soulève des questions juridiques essentielles comme, par exemple, les conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants d'une société ou encore l'intérêt social de celle-ci, pour ne citer que ces deux là. Troisièmement, ce sujet nous permettra de revenir sur le régime juridique de certains mécanismes phares du droit des sociétés (qui ne sont pas uniquement utilisés comme des mesures de défense anti-O.P.A.) tels que le capital autorisé, le rachat de titres propres ou encore la certification de titres. Quatrièmement, le régime juridique encadrant les mesures de défense et les principes les régissant peuvent donner une ébauche de réponse à une question qui est à notre sens essentielle: à qui appartient véritablement le pouvoir de décision dans une société: à ses actionnaires ou à ses dirigeants?

Avant d'aller plus loin, il nous semble nécessaire de poser les bases de notre raisonnement et de définir certains concepts. Une offre publique d'acquisition (O.P.A.) se définit comme l'opération financière par laquelle une personne physique ou morale, appelée l'offrant, propose publiquement aux actionnaires d'une société ayant fait publiquement appel à l'épargne, appelée la société cible, d'acquérir leurs titres en vue de prendre le contrôle de ladite société¹. Une O.P.A. est qualifiée d'hostile lorsqu'elle se réalise sans le consentement de l'organe de gestion de la société visée. Par cette opération, suite à l'acquisition d'un montant suffisant de titres de la société visée, l'offrant pourrait, par exemple, fusionner la société avec une autre, démettre et remplacer les administrateurs, ou encore procéder à une liquidation de la société². Les dirigeants de la société voudront donc souvent s'opposer à cette

¹ J. ANTOINE et M.-C. CAPIAU-HUART, « Les offres publiques d'acquisition » *in Titres et Bourse – Tome 2*, Bruxelles, Larcier Business, 2012, p. 309.

² R. WITTERWULGHE, *L'offre publique d'acquisition au service d'un marché des sociétés-Une analyse droit-économie*, Bruxelles, La renaissance du livre, 1973, p. 14.

opération afin de conserver leurs pouvoirs, prestige et rémunération même si cela empêcherait les actionnaires de tirer un profit considérable en vendant ou échangeant leurs actions³.

Se pose alors une première question: « *comment se défendre contre une O.P.A. ?* ». Afin de se prémunir ou de lutter contre les O.P.A. hostiles, il existe une panoplie de mesures de défense qui peuvent être mises en place par les sociétés, en fonction de la marge de manœuvre que leurs laisse le droit national⁴. Généralement, on en distingue deux types. D'une part, il existe des mécanismes de défense qui sont des mesures susceptibles d'être mise en œuvre par une société après qu'elle ait fait l'objet d'une offre publique d'acquisition hostile, en vue de faire échouer cette dernière⁵. D'autre part, il existe des mécanismes de protection qui sont les moyens mis en place par une société avant le lancement d'une O.P.A. en vue de dissuader les potentiels offreurs de lancer une offre sur la société⁶. La plupart du temps, les mécanismes de défense devront être prévus par la société de manière préventive; comme le disaient les romains: « *si vis pacem para bellum* »⁷. L'une des deux principales thématiques de ce mémoire sera l'analyse des règles qui s'appliquent aux principales mesures de défense qu'on peut rencontrer en droit belge.

Quel que soit le type de mesure de défense employé, une deuxième question centrale en la matière se pose: « *quel est l'organe au sein de la société à qui revient le pouvoir de les prévoir et de les mettre en œuvre?* ». En règle générale, la tendance sur notre continent consiste à accorder cette compétence à l'assemblée générale afin d'éviter que l'organe de gestion puisse rendre la société moins attrayante et ainsi compromettre la possibilité pour les actionnaires de profiter d'un instrument leurs permettant de censurer la mauvaise gestion du management ou de réaliser une plus-value⁸. Donc, si un législateur souhaite que l'offre suive son cours normal, il impose une stricte neutralité aux dirigeants⁹. Ce régime privant l'organe de gestion de ses prérogatives n'est cependant pas en vigueur outre-Atlantique où l'on considère que ce dernier est le mieux placé pour pouvoir décider sur l'opportunité d'une offre et sur la défense de la société, dans le respect de l'intérêt social. Le choix entre ces deux

³ M.C. JENSEN et R.S. RUBACK, « The market for corporate control: The Evidence », *Journal of Financial Economics*, 1983, p. 8.

⁴ R. WITTERWULGHE, *L'offre publique d'acquisition- une analyse juridique*, Bruxelles, De Boeck, 1988, p. 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*, UCL Centre d'études Jean Renauld, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 16.

⁵ J. FRANTZEN, « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Dr. banc. Fin.*, 2004, p. 45.

⁶ *Ibidem*.

⁷ Qui veut la paix, prépare la guerre (*proverbe latin*)

⁸ X. DIEUX, « Examen de jurisprudence (1990-2003) - Droit financier », *R.C.J.B.*, 2005, p. 370.

⁹ Y. DE CORDT, *op. cit.*, p. 17.

approches constitue précisément l'autre thématique principale de ce mémoire. Comme nous le verrons, les choix opérés par les législateurs nationaux de l'Union Européenne ainsi que par l'Union elle-même ne consacrent pleinement aucune de ces deux approches. En effet, le principe, dit de passivité de l'organe d'administration, connaît de nombreuses exceptions dans son application qui font parfois écho au principe de la « *Business judgment rule* » adoptée aux Etats-Unis.

Afin d'apporter des réponses aux deux questions susmentionnées, l'analyse que nous réaliserons sera divisée en deux parties dont la première sera dédiée aux principes régissant les mesures de défense et aux évolutions réglementaires et législatives en la matière aux niveaux européen, belge, français et luxembourgeois.

Dans le premier chapitre de cette partie, nous analyserons deux approches possibles en ce qui concerne le rôle du conseil d'administration en cas d'O.P.A.: le principe de passivité de l'organe de gestion et de son principe antinomique qui est la « *Business judgment rule* » en vigueur aux Etats-Unis. Le deuxième chapitre portera sur l'évolution du cadre juridique des O.P.A. en Belgique. En effet, celle-ci n'a pas connu de réglementation d'ensemble jusqu'à la tentative de prise de contrôle hostile de Carlo De Benedetti sur la *Société générale de Belgique* en 1988 qui a mis en lumière le vide juridique en la matière¹⁰. S'est alors enclenché un processus de réforme dont sont issus la loi du 2 mars 1989 et son arrêté royal d'exécution du 8 novembre 1989 qui ont créé un premier cadre juridique régissant les O.P.A. en Belgique¹¹. Ensuite, dans le chapitre III, nous analyserons brièvement les premiers régimes juridiques en la matière au Luxembourg et en France afin de montrer les différences et similitudes de ces pays avec ce que nous aurons constaté en Belgique. Le chapitre IV portera sur l'élaboration laborieuse de la directive O.P.A. et examinera les différents principes finalement retenus en matière de mécanismes de défense. En effet, suite à de longues années de négociations, le droit des offres publiques d'acquisition a connu une évolution sur le plan communautaire avec la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du conseil du 21 avril 2004. Ce texte de compromis a mis en avant un certain nombre de principes, certains obligatoires et d'autres optionnels pour les Etats membres en matière d'O.P.A.¹². Dans le chapitre V de la présente étude, nous analyserons la transposition belge de cette directive, qui

¹⁰ G. JAKHIAN, *Les offres publiques d'acquisition- Chronique de jurisprudence 1989-2000*, Les dossiers du Journal des Tribunaux, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 11.

¹¹ X. DIEUX, *op. cit.*, 2005, p. 365.

¹² O. CREPLET et A.P. ANDRÉ DUMONT, « L'affaire Electrabel ou les premières aspérités du nouveau paysage du contentieux en matière d'offres publiques d'acquisition », *Rev. prat. soc.*, 2005, p. 383.

a été faite par une loi du 1^{er} avril 2007, et nous examinerons plus particulièrement tout ce qui touche aux mesures de défense. Nous verrons également dans ce chapitre les choix retenus au Luxembourg et en France, ce dernier pays ayant connu une évolution législative récente en la matière datant du 29 mars 2014.

Dans la seconde partie de cette étude, nous analyserons successivement les principales mesures de défense anti-O.P.A. qu'on peut rencontrer en Belgique. Nous examinerons à chaque fois le régime juridique applicable et les organes compétents pour les mettre en place.

Partie I: Les principes régissant les défenses anti-O.P.A. et les évolutions réglementaires et législatives en la matière

Chapitre I: Le rôle de l'organe de gestion: le principe de passivité et la « Business judgment rule »

Il existe deux grands courants de pensée en ce qui concerne le comportement de l'organe de gestion d'une société cible d'une O.P.A. et des initiatives qu'il aurait le pouvoir de prendre afin de résister à une telle opération¹³. Il s'agit d'une part du principe de *passivity* (dit de passivité) de l'organe de gestion (ou d'administration) et d'autre part du principe de la « *Business judgment rule* ».

Section 1: Le principe de passivité de l'organe de gestion

Comme nous l'avons déjà brièvement abordé dans l'introduction, la survenance d'une O.P.A. inamicale pourrait faire naître un conflit d'intérêt, pour le moins latent, entre les actionnaires de la société cible et les dirigeants de celle-ci, l'objet premier au nom duquel ces derniers sont susceptibles de réagir étant pratiquement toujours de sauvegarder leurs position et avantages personnels qu'ils ont acquis au sein de l'entreprise¹⁴. En réponse à cette situation, le droit anglais élaborera le principe de passivité de l'organe de gestion, consacré par l'article 21.1 du *UK City Code on Takeovers and Mergers*. En vertu de ce principe, une fois qu'une offre a été communiquée à l'organe de gestion de la société cible, celui-ci ne peut prendre des

¹³ X. DIEUX, *Droit, morale et marché*, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 250; T. TILQUIN, « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- Enseignements du droit anglo-saxon », *Rev. prat. soc.*, 1988, p. 1; G. DAL et G. KEUTGEN, « Le droit des sociétés et la protection contre les O.P.A. inamicales », *Rev. prat. soc.*, 1989, pp. 223 et s.

¹⁴ X. DIEUX, *op. cit.*, 2013, p. 251.

actions qui auraient pour but de tenir en échec l'offre sans avoir obtenu l'aval de l'assemblée générale des actionnaires¹⁵.

Ce principe consacré au Royaume-Uni connaît des variantes. Selon un point de vue extrême qui est loin de faire l'unanimité, l'abstention de l'organe de gestion devrait être absolue et celui-ci ne pourrait même pas tenter une surenchère par le jeu d'offres concurrentes¹⁶. Selon un autre courant, il faut distinguer les mesures de défense mises en place par les dirigeants de la société après le déclenchement de l'offre hostile et les mesures de défense qui constituent la mise en œuvre des dispositions statutaires antérieurement mises en place par le conseil d'administration ou l'assemblée générale de la société visée¹⁷. Selon cette approche, ces dernières devraient échapper à la règle de passivité car on considère que les potentiels actionnaires ont eu la possibilité de connaître l'existence de ces mesures en consultant les statuts et que l'assemblée générale les a valablement admises¹⁸. Cependant, certains auteurs considèrent que l'assemblée générale doit tout de même se prononcer sur ces mesures de défense après le déclenchement de l'O.P.A. pour que celles-ci soient valables¹⁹. Le moment à partir duquel le principe de passivité doit être respecté par l'organe de gestion de la société visée fait débat: certains considèrent que c'est à partir de l'imminence de l'offre et d'autres estiment que c'est à partir du véritable lancement de l'opération²⁰.

Quoiqu'il en soit, selon ce principe, les acteurs principaux en matière de mesures de défense contre les O.P.A. sont les actionnaires de la société cible car l'offre leur est directement adressée. Cette approche est fondée sur une philosophie empreinte de libéralisme économique: il convient de laisser au marché ainsi qu'aux personnes ayant la propriété économique de la société le soin de décider des mérites de l'offre²¹. Ce principe donne donc une première réponse à la question de la compétence en matière de défense anti-O.P.A.. Nous verrons dans la suite de ce mémoire que ce principe de passivité sera repris au niveau

¹⁵ Y. PAYEN et F. BROUXEL, « Defensive strategies and other « poison pills » and « shark repellents » available to the management board of a (target) company under the Luxembourg Law of 19 May 2006 on takeover bids- A Luxembourg reflection on the ability of the management board of Luxembourg listed companies to resist hostile takeovers » in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, Vol. IV, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 1973.

¹⁶ F. H. EASTGERBOOK et D.R. FISCHER, « The proper role of a target's management in responding to a tender offer », *Harv. L. Rev.*, 1981, p. 1161; Pour une approche opposée voy. L. A. BEBCHUCK, « Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers », *Harv. L. Rev.*, 1985, p. 1693.

¹⁷ G. A. DAL et G. KEUTGEN, *op. cit.*, p. 223.

¹⁸ X. DIEUX, *op.cit.*, 2013 p. 253.

¹⁹ H. LEIGH FRENCH, *International law of takeovers and mergers*, Santa Barbara, Praeger Publishers, 1986, p. 270.

²⁰ X. DIEUX, *op.cit.*, 2013, p. 253.

²¹ M. MBAYI, « Les mesures de défense anti-OPA en droit luxembourgeois », *JurisNews-Droit des sociétés*, Vol. 4, n°5/2011, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 147.

législatif européen mais sera transposé de manière très curieuse dans les différents Etats membres.

Section 2: La « Business judgment rule » et l'approche étasunienne

Un autre courant dit de *Business judgment rule* considère que les actionnaires de la société sont incapables, à cause d'un manque d'expérience et d'organisation, de prendre des choix informés dans le cas d'une O.P.A. hostile²². Cette approche considère donc que l'organe de gestion de la société cible devrait pouvoir prendre des mesures de défense car il serait le mieux placé pour défendre les intérêts des actionnaires et de la société²³. Ce second courant est emprunt de nationalisme économique, l'objectif duquel est de ne pas rendre l'économie nationale facilement vulnérable face aux groupes multinationaux²⁴.

La *Business judgment rule* a initialement été imaginée pour conforter et rassurer les organes de gestion des sociétés américaines dans la conduite de leurs affaires²⁵. Cette règle fait écho à deux principes que doivent respecter les organes de gestion des sociétés américaines: le « *duty of care* » et le « *duty of loyalty* » en vertu desquels les dirigeants de la société doivent prendre des décisions rationnelles dans l'intérêt de la société²⁶. En vertu de la *Business judgment rule*, si les décisions des dirigeants respectent ces deux principes, leur responsabilité ne pourra être remise en cause par un éventuel contrôle judiciaire²⁷.

Ce principe trouve une consécration importante dans la jurisprudence américaine: une décision clé de la Cour Suprême de Delaware (où la majorité des sociétés cotées à la bourse de New York sont incorporées) reconnaît que les dirigeants de la société visée sont autorisés à prendre des mesures de défense afin de tenir en échec une offre qu'ils pensent être menaçante pour la société cible²⁸. La jurisprudence américaine²⁹ a élaboré un certain nombre d'exigences que les dirigeants de la société devront respecter quand ils prennent la décision de se défendre contre une O.P.A.: ils devront agir de manière raisonnable, de bonne foi et sur une base

²² J. MCCAHERY, L. RENNEBOOG, P. RITTER et S. HALLER, « The economics of the proposed European Takeover directive » in *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford, Oxford university press, 2004, p. 633.

²³ *Ibidem*.

²⁴ M. MBAYI, *op. cit.*, p. 148.

²⁵ Y. PAYEN, F. BROUXEL, *op. cit.*, p. 1971.

²⁶ *Ibidem*.

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ *Unocal. vs Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. Super. 1985).

²⁹ *Smith vs Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985); *Ivanhoe Partners vs Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del.1987); *Grobow vs Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988); *Cede vs Technicolor Inc.*, 634 A. 2d 345 (1994); *Broz. vs Cellular Info. Sys. Inc.*, 673 A.2d 148 (Del.1996).

informée³⁰. Mais le critère le plus important à prendre en considération selon la jurisprudence et la doctrine américaine est l'intérêt social de la société³¹. Celui-ci est, dans une large mesure, considéré comme étant celui des actionnaires de la société mais précisons que certains Etats ont promulgué des « *constituency statutes* » autorisant les dirigeants à prendre en considération les intérêts des « *stackholders* » (parties prenantes) de la société³². Soulignons également qu'un tempérament est parfois apporté à l'application pure et simple de la *Business judgment rule* aux Etats-Unis³³: selon certaines décisions, le conflit d'intérêt créé dans le cadre d'une offre hostile peut justifier un renversement de la charge de la preuve: les dirigeants devront alors prouver qu'ils ont agi de bonne foi et dans le respect de l'intérêt social et non afin de sauvegarder leurs position et avantages³⁴.

Le droit étasunien peut nous paraître, dans une certaine mesure, anti-actionnaire par sa tendance à favoriser l'autonomie du management par la consécration de la *Business judgment rule*³⁵. En effet, cette liberté accordée aux organes de gestion offre une large panoplie de moyens de défense dont ceux-ci peuvent user afin de résister à une O.P.A. hostile³⁶. Un exemple de mesure américaine *sui generis* parmi d'autres sont les « *staggered boards* » qui sont des clauses statutaires échelonnant le renouvellement des membres du conseil d'administration dans le temps, retardant ainsi la prise de contrôle effective de la société³⁷. Un autre exemple est la défense « *Just say no* » (aussi appelée, non sans humour, la défense « *Nancy Reagan* ») qui paralyse les droits des actionnaires en cas d'O.P.A. au nom d'un intérêt social supérieur que seul le conseil d'administration serait en état de préserver³⁸. Dans le cadre de cette défense, le conseil d'administration se limite à refuser la prise de contrôle de la société. Ces différentes mesures, donnant un pouvoir important aux dirigeants en cas d'O.P.A., prouvent que la « *management oriented approach* » a triomphé dans la lutte d'influence contre la protection de l'actionnariat, en partie à cause de la perception négative

³⁰ Y. PAYEN et F. BROUXEL, *op. cit.*, p. 1972.

³¹ L. HERZEL et D. HARRIS, « State anti-takeover laws », *The company Lawyer*, 1988, p. 189; M. LIPTON et E.H. STEINBERGER, *Takeovers and freezeouts*, New-York, Law journal press, 1986, §§.6.01 à 6.06.

³² Y. PAYEN et F. BROUXEL, *op.cit.*, p. 1972; X. DIEUX, *op. cit.*, 2013, p. 254; M. GELTER, « La doctrine française de l'entreprise d'un point de vue comparé » in *L'entreprise dans la société du XXIe siècle*, Bruxelles, Larcier, 2013.

³³ X. DIEUX, *op. cit.*, 2013, p. 255.

³⁴ J.R. MACEY et F.S. MCCHESENEY, « A theoretical analysis of corporate greenmail », *Yale Law Journal*, 1985, p. 57.

³⁵ I. CORBISIER, *La société: contrat ou institution ?*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 355.

³⁶ J. GRANT, « US Takeover law and practice » in *European takeovers, the art of acquisition*, London, Euromoney Book, 2005, pp. 360 à 365.

³⁷ I. CORBISIER, *op. cit.*, p. 240.

³⁸ G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 57.

que le public a des « *raiders* » et de leurs buts qui sont souvent vus comme étant contraires à ceux des « *stackholders* », à tort ou à raison³⁹.

Nous voyons ici une deuxième réponse possible à la question de la compétence en matière de défense anti- O.P.A.: en vertu de la *Business judgment rule*, c'est l'organe de gestion et non l'actionnariat qui est l'acteur principal dans cette matière, et ce dans le respect de l'intérêt social.

Section 3: Le choix entre les deux approches

Chacune de ces approches peut être appropriée en fonction des buts économiques poursuivis par un pays donné et des caractéristiques propres des sociétés sur son territoire, tel que le niveau de concentration de leur actionnariat.

Le principe de passivité semble être plus approprié dans un pays qui voit les offres publiques comme étant bénéfiques pour l'économie nationale (elles peuvent être vues comme un moyen d'attirer des investisseurs étrangers) et comme un instrument de censure de l'incompétence du management d'une entreprise. En consacrant la règle de passivité, les législateurs créent un cadre propice aux O.P.A. car nous savons que les actionnaires auront rarement tendance à se défendre contre celles-ci. Dans les pays avec des sociétés ayant un actionnariat concentré, comme c'est encore le cas dans de nombreux pays européens, on peut encore aisément comprendre que le pouvoir de se défendre soit confié aux actionnaires afin que ceux-ci soient en position de prendre une décision sur les mérites de l'offre qui leur est destinée.

Le principe de la *Business judgment rule* est, quant à lui, plus propice dans un pays voyant les O.P.A. d'un plus mauvais œil. Un pays pourrait, par exemple, être réticent à l'idée de voir des groupes multinationaux racheter des sociétés nationales. En consacrant ce principe, un pays freine clairement la survenance et la réussite des O.P.A. car nous savons très bien que le management de la société fera tout en son pouvoir afin de mettre l'offre en échec afin de conserver sa place. De plus, dans un pays consacrant ce principe, comme les Etats-Unis, nous sommes souvent en présence d'un actionnariat très morcelé. Il semble donc compliqué dans un tel cas de figure de confier le pouvoir de défense aux actionnaires de la société qui ne seront pas en état de parler d'une même voix. On confiera ainsi ce pouvoir aux dirigeants qui sont, selon cette approche, plus expérimentés et les mieux placés pour défendre

³⁹ *Ibidem.*

la société. Nous constaterons dans la suite de ce mémoire que, sans pour autant le consacrer complètement, certains pays de l'UE s'inspirent de ce principe dans leurs régimes législatifs.

Chapitre II: Le régime juridique applicable en Belgique avant la directive

O.P.A.

La Belgique n'a pas connu de véritable réglementation en matière d'O.P.A. pendant très longtemps. Le présent chapitre a pour ambition de retracer brièvement les différentes étapes qui ont mené à la législation qu'on connaît aujourd'hui, à savoir la loi du 1^{er} avril 2007. Il est intéressant de constater que les griefs de l'affaire qui a poussé le législateur belge à réglementer la matière des O.P.A. portaient essentiellement sur les mesures de défense et le rôle du conseil d'administration dans leur mise en œuvre.

Section 1: La période de non-réglementation

Les premières règles en matière d'O.P.A. émanaient de la Commission bancaire (actuelle F.S.M.A.), créée en 1935, et avait pour fonction de contrôler l'exercice de l'activité bancaire et les émissions publiques de titres de valeurs⁴⁰. La loi du 10 juin 1964 sur les appels publics à l'épargne a étendu le champ d'application du titre II de l'arrêté royal n°185 à toutes les offres publiques d'échange ou d'achat⁴¹. Ce titre II donnait à la Commission bancaire un pouvoir de recommandation et un pouvoir limité de suspension temporaire des opérations qui pouvaient déséquilibrer les marchés des capitaux ou porter atteinte à l'épargne publique⁴².

La première véritable intervention de la Commission bancaire en matière d'offres publiques date de l'affaire *Sofina* qui éclata le 17 novembre 1964 par l'annonce d'une offre publique d'achat partielle lancée par la banque *Lambert* à la suite de divergences de points de vue entre des groupes d'actionnaires de la *Sofina*⁴³. À l'occasion de cette affaire, la Commission bancaire insista sur l'information complète des actionnaires, tout en soulignant qu'elle n'avait pas à apprécier l'opportunité des O.P.A.⁴⁴. À la fin des années septante, il n'existait toujours aucune règle de conduite ou réglementation en matière d'O.P.A. et les divers acteurs avaient le choix de suivre ou de ne pas suivre les recommandations qui leurs étaient adressées par la Commission bancaire en fonction des circonstances et des

⁴⁰ M. VAN DER HAEGEN, « Le nouveau régime des O.P.A. sous l'influence du législateur européen: exemple d'harmonisation réussie parce qu'imparfaite? », *D.A.O.R.*, 2008, p. 202.

⁴¹ *Ibidem.*

⁴² *Ibidem.*

⁴³ *Ibidem.*

⁴⁴ *Ibidem.*

particularités de chaque affaire⁴⁵. Celle-ci ne s'appuyait que sur son autorité morale et sur la menace de son pouvoir théorique issu de la loi du 10 juin 1964. Même si les nombreux efforts de la Commission bancaire peuvent être soulignés comme précurseurs dans le paysage financier belge, leur portée se trouvait donc limitée au vu du manque de législation claire en matière d'O.P.A.⁴⁶. Fin 1987, le *Groupe AG* lança une O.P.A. hostile sur *Assubel Vie*. Cette affaire posa la question délicate de l'usage du conseil d'administration de la société cible des clauses d'agrément et de préemption figurant dans les statuts pour s'opposer à l'agrément de l'auteur de l'offre⁴⁷. Ce dossier donna lieu à un premier sérieux contentieux judiciaire en Belgique en matière d'offres publiques d'acquisition hostile⁴⁸. Cependant il faudra attendre 1988, l'année pendant laquelle on a assisté à la plus importante O.P.A. de l'histoire belge qui dessina le paysage législatif et réglementaire en la matière pour de nombreuses années.

Section 2: L'O.P.A. sur la Société générale de Belgique⁴⁹

§.1: Genèse de l'affaire

La *Société générale de Belgique* était un groupe stratégique qui contrôlait une part représentative de l'économie belge. Les participations détenues concernaient de nombreux secteurs: énergie (*Tractabel*), finances (*Générale de Banque, Assurances générales,...*), métaux non ferreux (*Union minière*), cimenterie (*CBR*), diamants (*Sibeka*), chimie (*Gechem*), transport (*CMB*), etc.⁵⁰. Nonobstant son importance pour l'économie du pays, cette société était une proie facile à une O.P.A. au vu de son actionnariat fort morcelé.

Nous pouvons situer le début de cette célèbre affaire au 17 janvier 1988: le gouverneur Lamy est informé qu'une participation de 18.6 % est détenue par Carlo De Benedetti, un financier italien, et que ce dernier souhaite porter celle-ci à 33.6%. Soucieux de garder sa place, le gouverneur Lamy convoqua alors un conseil d'administration dans la nuit (d'où l'expression d'« *augmentation de capital en bonnet de nuit* »), afin d'augmenter le capital de la société, par la technique du capital autorisé, en faveur d'une filiale de la *Société générale*, la société *Sodecom*, en vue de replacer ultérieurement ces titres auprès d'un consortium

⁴⁵ *Ibidem*.

⁴⁶ A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *Une décennie d'OPA en Belgique-économie et finance en mutation*, Bruxelles, CRISP, 2002, p. 10.

⁴⁷ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 202.

⁴⁸ *Ibidem*.

⁴⁹ Les faits de cette affaire sont principalement tirés de l'ouvrage suivant: A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *Une décennie d'OPA en Belgique- économie et finance en mutation*, Bruxelles, CRISP, 2002, pp. 10 et s.

⁵⁰ A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 11.

constitué essentiellement par la *Compagnie de Suez* et le *Groupe AG*⁵¹. Ceci était possible car l'assemblée générale extraordinaire du 8 septembre 1987 avait autorisé le conseil d'administration d'augmenter le capital en une ou plusieurs fois, dans un délai de cinq ans renouvelable, à concurrence de 20 milliards de BEF. La dérogation au droit de préférence était prévue en cas de nécessité, en particulier lors de la réalisation d'un investissement, afin de favoriser l'inclusion dans l'actionnariat d'un actionnaire bienveillant ou encore en vue de diluer la participation d'un actionnaire agressif. C'est ainsi que dans la nuit du 17 janvier au 18 janvier 1988, le conseil d'administration de la société visée créa 12 millions de titres, s'ajoutant aux 28 millions de parts de réserve existantes (soit 42% de titres nouveaux), émis à la valeur nominale de 3.350 BEF, réservés à des actionnaires amis et souscrits par *Sodecom*, filiale de la *Société générale*. Parallèlement, la *Société générale* a octroyé un prêt à sa filiale afin qu'elle puisse couvrir son engagement⁵².

Bien évidemment, l'augmentation de capital a été immédiatement contestée par De Benedetti qui au travers du *Groupe Cerus* lança malgré tout une O.P.A le 18 janvier sur 15% des titres de la *Société générale* au prix de 3.400 BEF. Les griefs de l'offrant à l'encontre des dirigeants de la *Société générale* portaient principalement sur l'usage, qu'informés de ses intentions, ces derniers avaient fait du capital autorisé dans le but déclaré de tenir l'O.P.A. en échec: le *Groupe Cerus* prétendait que la société cible avait commis un détournement de procédure et un abus de majorité en décrétant une augmentation de capital avec suppression du droit de souscription préférentiel des actionnaires en place⁵³.

En l'absence de réglementation à cette époque, il a appartenu aux tribunaux et à la Commission bancaire de prendre position sur ce litige et d'esquisser des règles du jeu, à partir de quelques principes généraux déduits du droit commun des sociétés et de la nature du mécanisme qu'est l'O.P.A.⁵⁴. C'est à l'occasion de cette affaire que nous pouvons observer les positions parfois contradictoires de la jurisprudence belge et de la Commission bancaire sur les principes de passivité du conseil d'administration et de la *Business judgment rule*.

⁵¹ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 202.

⁵² Nous tenons à préciser que le capital autorisé ne fut pas la seule mesure de défense mise en œuvre afin de tenir en échec l'O.P.A. du *Groupe Cerus*. La stratégie du Chevalier blanc (ou *White Knight*) utilisée dans le cadre de cette affaire sera abordée dans la seconde partie de ce mémoire.

⁵³ X. DIEUX, *op. cit.*, 2013, p. 256.

⁵⁴ X. DIEUX, *op.cit.*, 2013, p. 255.

§.2: Les décisions du juge des référés

À plusieurs reprises, le juge Duplat, président du Tribunal de Commerce de Bruxelles, saisi de l'affaire en référé sur requête unilatérale du *Groupe Cerus*, donna gain de cause à l'offrant, manifestement inspiré par le principe de passivité de l'organe de gestion⁵⁵. Cette décision, confirmée le 9 février 1988 sur tierce opposition, gèle les titres créés dans le cadre de l'augmentation de capital et interdit toute nouvelle augmentation dans le cadre du capital autorisé⁵⁶. Le juge Duplat a décidé de suivre la jurisprudence élaborée à l'occasion de l'O.P.A. du *Groupe AG sur Assubel Vie* (mentionnée *supra*.)⁵⁷ et déclara que « *la procédure du capital autorisé a pour objet essentiel de permettre au conseil d'administration de réagir promptement face à l'évolution du marché des capitaux et d'attirer des capitaux extérieurs* »⁵⁸. Ainsi, il a considéré qu'utiliser une augmentation de capital dans le seul but de faire échec à une offre publique d'acquisition n'est pas légitime en soi⁵⁹. De plus, la suppression dans un tel contexte du droit de souscription préférentiel des actionnaires existants ne pouvait se justifier selon lui que par des raisons concrètes et impérieuses liées à l'intérêt social, ce qui ne lui paraissait pas être le cas d'espèce⁶⁰. Enfin, dans son ordonnance du 9 février (qui donna lieu à l'appel qui sera abordé ultérieurement), il ajoute que « *le jus fraternitas requiert qu'à partir du moment où le conseil d'administration est averti de l'imminence d'une O.P.A., il prenne toutes dispositions utiles pour que les actionnaires et eux seuls puissent répondre ou non à l'O.P.A.* »⁶¹. Nous voyons donc que le juge des référés consacre pleinement la doctrine de passivité du conseil d'administration: il revient aux actionnaires de décider de l'opportunité de l'offre et le conseil d'administration doit s'abstenir de mettre celle-ci en échec. Comme nous le verrons dans le paragraphe suivant, cette approche ne fut cependant pas adoptée telle quelle par la Commission bancaire.

§.3: La position de la Commission bancaire

Parallèlement saisie du dossier dans le cadre de ses compétences, la Commission bancaire a pris position sur cette affaire le 20 janvier 1988⁶². La Commission bancaire adopta

⁵⁵ Comm. Bruxelles (réf), 18 février 1988, *R.D.C.B.*, 1988, p. 535; Comm. Bruxelles (réf), 19 février 1988, *R.D.C.B.*, 1988, p. 535; X. DIEUX, *op.cit.*, 2013, p. 256; X. MABILLE, C. TULKENS et A. Vincent, *La Société générale de Belgique, 1822-1997- Le pouvoir d'un groupe à travers l'histoire*, CRISP, 1997, p. 158.

⁵⁶ Comm. Bruxelles (réf), 9 février 1988, *J.T.*, n° 5488 du 28 mars 1988, p. 4.

⁵⁷ Comm. Bruxelles (réf.), 20 janvier 1987, *Rev. Prat. Soc.*, 1987, p. 85.

⁵⁸ Comm. Bruxelles (réf), 9 février 1988, *J.T.*, n° 5488 du 28 mars 1988, p. 4.

⁵⁹ X. DIEUX, *op.cit.*, 2013, p. 256.

⁶⁰ *Ibidem*.

⁶¹ Comm. Bruxelles (réf), 9 février 1988, *J.T.*, n° 5488 du 28 mars 1988, p. 4.

⁶² A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 13.

une position moins tranchée que le juge des référés, sans doute inspirée de son *Rapport* de l'année précédente dans lequel elle s'était efforcée de fixer sa doctrine en matière de capital autorisé et plus spécifiquement du point de vue de ses effets sur la structure de l'actionnariat de contrôle⁶³. Contrairement au juge des référés, la Commission a considéré que la volonté de mettre le contrôle de la société à l'abri d'un changement n'est en soi pas critiquable: cette volonté doit s'apprécier au cas par cas à la lumière de l'intérêt social et le conseil d'administration en est le premier juge, conformément à l'ancien article 54 des lois coordonnées sur les sociétés commerciales⁶⁴. La Commission a considéré qu'aussi longtemps qu'une O.P.A. n'a pas été lancée ou annoncée de manière ferme, une augmentation de capital dans le cadre du capital autorisé avec suppression du droit de préférence était admissible⁶⁵. Dans le cas contraire, il appartiendrait exclusivement à l'assemblée générale des actionnaires d'augmenter le capital en vue de tenir l'offre en échec⁶⁶. Pour ce qui est de « *l'annonce ferme* », selon la Commission, celle-ci a lieu à partir du moment où le conseil d'administration de la société cible reçoit de la Commission le projet de prospectus⁶⁷. L'augmentation de capital nocturne n'appelait donc pas d'objection, nonobstant le fait qu'il était clairement établi que le conseil d'administration de la *Société générale* a été mis au courant de l'imminence de l'offre par Carlo De Benedetti.

Nous voyons donc ici que sans pour autant consacrer pleinement la *Business judgment rule* en vigueur aux Etats-Unis, la Commission limite drastiquement la portée de la règle de passivité de l'organe d'administration qui a été soutenue par le juge des référés. La Commission bancaire donna donc raison à la *Société générale*. Les prises de position successives et divergentes de la Commission bancaire et du Tribunal de Commerce accrurent la confusion du monde juridique qui suivait cette affaire de près⁶⁸. Il a fallu attendre le 1^{er} mars 1988 pour avoir le fin mot de l'histoire qui sera donné par un célèbre arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles.

§.4: L'arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles du 1^{er} mars 1988

Le *Groupe Cerus* a fait appel de l'ordonnance du 9 février du Tribunal de Commerce devant la Cour d'appel de Bruxelles. Cet appel donna lieu à l'arrêt du 1^{er} mars 1988 qui

⁶³ X. DIEUX, *op.cit.*, 2013, p. 257; C.B.F.A, *Rapport*, 1986-1987, pp. 59 et s.

⁶⁴ X. DIEUX, *op.cit.*, 2013, p. 257.

⁶⁵ *Ibidem*

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ *Ibidem*.

⁶⁸ X. MABILLE, C. TULKENS et A. Vincent, *op. cit.*, p. 158; A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 13.

consacra une troisième doctrine, différente de celles retenues par le juge des référés et par la Commission bancaire et trancha pour de bon la question de l'augmentation de capital nocturne.

L'arrêt déclare qu'il appartient aux organes sociaux et non au juge de déterminer, sur le plan de l'opportunité économique et en fonction de l'intérêt social, si le maintien de la structure de contrôle en place est préférable à une modification de celle-ci⁶⁹. La Cour précise une immixtion du juge des référés dans le processus de décision de la société est inadmissible sauf si celui-ci pourrait être fautif et mettre gravement en péril des intérêts légitimes de la société ou d'un actionnaire intéressé⁷⁰. La Cour d'appel a considéré que ces principes s'appliquent dans le cadre du capital autorisé et la décision du conseil d'administration doit s'apprécier en fonction de l'intérêt de la société qui pourrait parfois consister en un maintien de la continuité de la structure de l'actionnariat⁷¹. Le conseil d'administration de la société cible serait, selon la Cour d'appel, compétent pour porter cette appréciation tout en tenant compte à la fois des intérêts légitimes d'un actionnaire qui manifeste son intention de prendre une position importante dans la société et de ceux des autres actionnaires qui souhaiteraient maintenir une certaine forme de structure de contrôle⁷².

Si le conseil d'administration a égard à l'intérêt social, la Cour considère qu'il est parfaitement légitime de prendre en considération des intérêts nationaux, notamment ceux liés à l'emploi ou au développement de l'industrie en question pour apprécier l'opportunité de préserver la continuité de contrôle⁷³. La Cour considère qu'il importe peu que cette appréciation se révèle finalement erronée ou exacte: seul importe le caractère clairement déraisonnable ou non de l'appréciation et si ce critère transcende celui des intérêts particuliers des dirigeants de la société convoitée⁷⁴. La Cour d'appel a tenu le même raisonnement pour la suppression du droit de préférence des actionnaires existants: la suppression d'un tel droit n'est pas critiquable si elle ne viole pas l'intérêt social et le principe d'égalité des actionnaires. Finalement, la Cour, en reprenant les termes utilisés par le juge des référés, précise que rien n'impose « *au conseil d'administration, notamment en vertu du jus fraternitatis, de prendre toutes dispositions, à partir du moment où une O.P.A. est prévisible,*

⁶⁹ Bruxelles, 1^{er} mars 1988, *R.D.C.*, 1988, p. 512; X. DIEUX, *op. cit.*, 2013, p. 257.

⁷⁰ *Ibidem*

⁷¹ *Ibidem*.

⁷² X. DIEUX, *op. cit.*, 2013, p. 258.

⁷³ *Ibidem*

⁷⁴ *Ibidem*.

en faveur des actionnaires pour que ceux-ci puissent y répondre » et qu'il n'y a pas de manquement à la bonne foi à ne pas adopter de telles mesures⁷⁵.

Nous voyons ici que la Cour d'appel de Bruxelles consacre dans une large mesure une position qui se rapproche de la *Business judgment rule* telle qu'elle est en vigueur aux Etats-Unis, en rejetant l'approche plus « *continentale* » adoptée par le juge des référés. Selon certains, cette décision favorable à la *Société générale de Belgique* pourrait s'expliquer par le climat politique de l'époque très hostile à l'O.P.A. lancée par De Benedetti. Quoiqu'il en soit, cette affaire a mis en exergue un vide législatif conséquent en matière d'O.P.A. et plus particulièrement en matière de mesures de défense contre celles-ci. Les avis divergents de deux juges ainsi que de la Commission bancaire ont rendu évident le fait que des règles claires et précises devaient être élaborées en la matière.

Section 3: La réaction du législateur belge

Suite à la retentissante O.P.A décrite ci-dessus, le législateur belge décida de combler le vide législatif et élaborer des règles claires en matière d'offres publiques d'acquisition et notamment en ce qui concerne les méthodes de défense.

La source de la nouvelle réglementation se trouve dans la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition⁷⁶. Cette loi a introduit d'une part la nécessité de déclarer les participations importantes dans les sociétés cotées de droit belge et conféra d'autre part au Roi le pouvoir de réglementer les O.P.A. et les modifications de contrôle des sociétés ayant fait ou faisant appel publique à l'épargne⁷⁷. La réglementation d'ensemble a vu le jour avec l'arrêté royal du 8 novembre 1989 (dit, sans surprise, « arrêté *De Benedetti* »)⁷⁸.

En ce qui concerne les mécanismes de défense, le législateur a introduit un régime équilibré qui n'impose pas au conseil d'administration une passivité totale et qui, conformément à l'arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles précité, lui permet de prendre certaines mesures de défense, bien qu'elles soient encadrées et conditionnées par l'article 8

⁷⁵ X. DIEUX, *op. cit.*, 2013, p. 259.

⁷⁶ Loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 24 mai 1989, p. 8913.

⁷⁷ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 203.

⁷⁸ Arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés, *M.B.*, 11 novembre 1989, p. 18603.

dudit arrêté royal⁷⁹. Le législateur ne consacra donc pleinement ni le principe de passivité ni la *Business judgment rule*. Nous n'entrerons pas dans une analyse détaillée de cette réglementation abrogée car il nous semble plus opportun d'aborder ultérieurement la législation en la matière actuellement applicable en Belgique, à savoir la loi O.P.A. de 2007 qui constitue la transposition de la directive O.P.A. de 2004.

Chapitre III: Comparaison avec les régimes français et luxembourgeois

Dans ce chapitre, nous analyserons brièvement les régimes juridiques en matière d'O.P.A. en France et au Luxembourg en vigueur avant la transposition de la directive O.P.A (qui sera analysée dans le Chapitre IV). Une analyse exhaustive des régimes juridiques de ces deux pays est impossible dans le cadre de ce mémoire et nous nous limiterons à traiter de l'émergence de la réglementation en matière d'O.P.A. et des principes retenus en matière de mécanismes de défense afin de montrer les différences et similitudes quant à l'évolution de la matière avec la Belgique.

Section 1: Droit français

À l'instar de la Belgique, la France n'a pas connu de réglementation d'ensemble en matière d'O.P.A. pendant de nombreuses années. Les offres publiques d'acquisition n'étaient pas impossibles et pouvaient être réalisées selon le droit commun des contrats et des obligations mais il y en avait quasiment pas, le capitalisme français n'y étant pas favorable ni par l'esprit, ni par la composition du capital des grandes sociétés⁸⁰.

Jusqu'en 1966, le peu d'offres publiques qui ont eu lieu en France se déroulèrent donc dans une situation de *vide juridique*⁸¹. C'est une réforme du règlement général de la Chambre syndicale des agents de change qui créa une première procédure en la matière et attira l'attention sur les offres publiques d'acquisition⁸². Ce premier encadrement avait pour objet de permettre de vérifier que l'offre, si elle réussissait, pouvait donner à son auteur le contrôle de la société cible et que le prix en était justifié⁸³. La réforme prévoyait également la publication d'un avis précisant les modalités de l'offre et imposait un calendrier⁸⁴. Cette première réglementation marqua le début d'un long processus législatif pendant lequel le

⁷⁹ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p.203.

⁸⁰ J-J. DAIGRE, « La transposition de la directive OPA en droit français », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, UCL Centre d'études Jean Renauld, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 323.

⁸¹ *Ibidem*

⁸² D. CARREAU et H. LETRÉGUILLY, Offres publiques (OPA, OPE, OPR), *Dalloz.fr*, juin 2012, p. 9.

⁸³ J-J. DAIGRE, *op.cit.*, p. 323.

⁸⁴ *Ibidem*.

législateur intervenait uniquement à la marge et au coup par coup lorsque les grands principes du droit traditionnel se trouvaient malmenés⁸⁵. Quelques opérations boursières très médiatisées, telle que l'O.P.A. échouée de *BSN* sur *Saint Gobin*, ont montré la nécessité d'avoir une réglementation plus complète et plus précise que celle qui avait apparue en 1966⁸⁶. Une nouvelle réglementation émergea sous l'impulsion de la nouvelle Commission des opérations de bourse et avait comme objectifs le renforcement du contrôle de l'information mise à la disposition du public à l'occasion d'une offre, l'incitation des dirigeants des sociétés cibles à la prudence dans leur gestion pendant la période de l'offre et la lutte contre les manœuvres pouvant bloquer les transactions⁸⁷. Jusqu'en 2006 (transposition de la directive O.P.A. en France), l'Hexagone a connu de fréquents changements législatifs et réglementaires affectant le régime juridique des O.P.A. que nous ne jugeons pas utile d'aborder dans le cadre de ce mémoire.

Nous constatons que certains auteurs considèrent que la vue d'ensemble de la réglementation prêtait à confusion à cause de l'inflation législative en la matière⁸⁸. D'autres auteurs considèrent toutefois que la réglementation française, telle qu'elle était avant la transposition de la directive O.P.A., était étoffée, comportait un encadrement précis des différentes procédures et mettaient en avant des principes fondamentaux comme la transparence, la loyauté des transactions, l'égalité de traitement des actionnaires, l'intégrité du marché et la protection de l'intérêt de l'investisseur⁸⁹.

En ce qui concerne les mesures de défense, traditionnellement, la réglementation française des offres publiques d'acquisition se montrait favorable à l'offrant, contrairement à l'approche étasunienne⁹⁰. L'ancien règlement de la Commission des opérations de bourse insistait sur la nécessité pour les dirigeants des sociétés concernées par une offre publique d'acquisition de ne pas accomplir d'autres actes que la gestion courante en période d'offre sans en informer le public, la Commission elle-même se réservant le droit de faire connaître son appréciation⁹¹. Ce principe fut repris par le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers jusqu'à sa révision en 2006 suite à la transposition de la directive européenne. Les sociétés cibles se trouvaient ainsi limitées quant à leurs moyens de défense. Nous voyons

⁸⁵ D. CARREAU et H. LETRÉGUILLY, *op. cit.*, p. 10.

⁸⁶ J-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 323.

⁸⁷ *Ibidem*.

⁸⁸ D. CARREAU et H. LETRÉGUILLY, *op. cit.*, p. 9.

⁸⁹ *Ibidem*; L. FAUGÉROLAS et ST. SABATIER, « Est-il à nouveau nécessaire de réformer les offres publiques d'acquisition ? », in *Mélanges AEDBF- France III*, Paris, Banquet Editeur, 2001, p. 123.

⁹⁰ D. CARREAU et H. LETRÉGUILLY, *op.cit.*, p. 35.

⁹¹ *Ibidem*.

donc que la France consacrait dans une large mesure le principe de passivité du conseil d'administration.

Nous constatons que la France, tout comme la Belgique, a vécu une longue période de non-réglementation en matière d'O.P.A. et que le peu de règles applicables à celles-ci émanaient du régulateur financier. Et tout comme en Belgique, la confrontation à la pratique grandissante des O.P.A. a poussé le législateur français à réagir au vide juridique. Mais contrairement à la Belgique, la France a connu de nombreuses interventions législatives avant la transposition en 2006 de la directive européenne.

Section 2: Droit luxembourgeois

À l'instar des deux pays vus *supra.*, les offres publiques relatives aux sociétés cotées étaient rares au Grand-Duché de Luxembourg, malgré son rôle de première place financière européenne. Cependant, contrairement à la Belgique et à la France, avant la transposition de la directive O.P.A. (en 2006 au Luxembourg), il n'existait aucune réglementation spécifique des offres publiques que ce soit pour les offres publiques d'achat, de retrait ou les offres publiques obligatoires⁹². Certains auteurs justifiaient l'absence de réglementation par le fait que l'acquisition d'actions de sociétés dans un système libéral tel que celui du Luxembourg n'est en elle-même pas réglementée, le propre des actions des sociétés anonymes étant leur libre négociabilité⁹³.

L'absence d'une telle réglementation nationale ne signifiait cependant pas que ces opérations se situaient dans un vide juridique complet: certaines opérations se déroulaient au Luxembourg sur base de la législation financière et boursière en vigueur⁹⁴. En effet, un certain encadrement était assuré à la fois par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), créée par la loi du 23 décembre 1998 et qui remplace l'ancien Commissariat aux Bourses, par la Société de Bourse du Luxembourg (SBL) et dans une moindre mesure par le Ministre des Finances⁹⁵.

Pour ce qui est des mesures de défense, l'absence de législation en matière d'O.P.A. ne donnait aucune protection à un offrant contre des mesures de défense qui seraient mises en

⁹² J-F. STEICHEN, « Les offres publiques d'achat et d'échange au Luxembourg », *Jurismag.net*, septembre 2001, p. 1.

⁹³ *Ibidem*.

⁹⁴ L. SCHUMMER, « Les offres publiques d'achat- Réglementation et pratiques luxembourgeoises » *in Droit bancaire et financier au Luxembourg*, Vol. III, Bruxelles, Larcier, 2004, p. 1187.

⁹⁵ J-F. STEICHEN, *op. cit.*, p. 1.

œuvre par la société cible afin de résister à l'offre⁹⁶. Rien n'empêchait donc une société de mettre en œuvre des mécanismes de droit des sociétés luxembourgeois pour résister à une offre, telle, par exemple, l'utilisation du capital autorisé pour rendre plus difficile l'acquisition d'une participation de contrôle de la société⁹⁷. Les seuls éléments qui pouvaient tenir ces mesures de défense en échec étaient la responsabilité des administrateurs et leur devoir d'agir dans l'intérêt de la société⁹⁸.

Nous voyons donc qu'en absence de réglementation, la *Business judgement rule* était largement en vigueur au Luxembourg avant la transposition de la directive O.P.A. contrairement à la France et de manière moins nuancée qu'en Belgique. En effet, le conseil d'administration avait une liberté d'action qui était conditionnée par l'intérêt social de la société. Tout comme dans les deux autres pays susmentionnés, les premières règles en la matière émanaient de régulateurs financiers. Mais contrairement à la Belgique et à la France, aucune règle législative n'existait avant la transposition de la directive O.P.A..

Chapitre IV: Droit communautaire: la directive O.P.A.

Section 1: Elaboration de la directive O.P.A.

Sous-section 1: Les enjeux de l'adoption

Dans les chapitres précédents nous avons vu des régimes juridiques largement disparates en vigueur dans trois pays qui ont en règle générale un droit assez proche. Nous pouvons donc aisément imaginer l'importance des disparités présentes en cette matière à l'échelle européenne. Ces réglementations diverses et variées des Etats membres en matière d'offres publiques d'acquisition étaient perçues comme un frein à l'intégration économique et financière européenne et comme privant les sociétés d'un instrument essentiel dans le cadre d'opérations de restructuration et de concentration⁹⁹. C'est ainsi que l'harmonisation de la réglementation des offres publiques d'acquisition (création d'un *level playing field*) était considérée comme l'un des piliers de la réforme économique européenne pour accroître la compétitivité de l'Union Européenne¹⁰⁰. Malheureusement, la mise en place de cette harmonisation a été longue et fastidieuse: depuis 1989, plusieurs propositions de directive se

⁹⁶ L. SCHUMMER, *op. cit.*, p. 1203.

⁹⁷ *Ibidem.*

⁹⁸ *Ibidem.*

⁹⁹ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 44.

¹⁰⁰ K. GEENS, « De nieuwe harmonisatie dynamiek van het vennootschapsrecht: een « eerste klas » begrafenis van het Europeese vennootschapsrecht na vijftig jaar? », *T.R.V.*, 2006, p. 75.

sont succédées avant d'être rejetées par le Parlement européen dans le cadre de débats largement médiatisés¹⁰¹. Un accord fut finalement atteint plus de 14 ans après le début des négociations.

Certains auteurs se sont légitimement posé la question de savoir si l'adoption de cette directive méritait que l'on y consacre autant de temps et d'énergie¹⁰². En effet, les offres publiques hostiles étaient (et sont) relativement peu nombreuses au sein de l'Union Européenne. Ne fut ce qu'à l'échelle belge nous avons vu que la dernière O.P.A hostile digne d'être citée remonte à 1988. Et les chiffres ne sont guère plus impressionnants dans les autres Etats membres. Nous avons donc un contentieux largement moins important que celui que nous pouvons constater aux Etats-Unis. La réponse à la question susmentionnée peut être trouvée en ayant égard aux objectifs de la Commission européenne: réaliser l'intégration des marchés financiers européens, permettre des restructurations transfrontalières, éliminer certaines incertitudes juridiques telles que celles relatives à la loi applicable et à la juridiction compétente et enfin assurer la protection des actionnaires minoritaires¹⁰³. Nous considérons qu'une directive réglementant les O.P.A. était nécessaire pour atteindre ces objectifs, même au prix de négociations laborieuses.

L'élaboration de cette directive retient toute notre attention au vu du fait que les points les plus sensibles des négociations touchaient aux mesures de défense contre les offres publiques d'acquisition.

Sous-section 2: La première proposition

En 1987, la Commission Européenne a présenté l'esquisse d'un texte de directive communautaire qui, le 19 janvier 1989 a pris la forme d'une proposition officielle de directive O.P.A. (ultérieurement amendée en septembre 1990). La directive telle qu'elle a été initialement établie par la Commission devait permettre d'améliorer la compétitivité et de faciliter la circulation des capitaux¹⁰⁴. La Commission a considéré que les mécanismes de défense et de prévention devaient entraver le moins possible les offres publiques d'acquisition et c'est ainsi que le texte originel visait à les limiter drastiquement¹⁰⁵. En effet, les dispositions de la directive relatives aux mécanismes de défense traduisaient largement une

¹⁰¹ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 44.

¹⁰² J. SIMON, « OPA: Divine surprise ou faux semblant? », *Euredia*, 2003/3, p. 330.

¹⁰³ *Ibidem*.

¹⁰⁴ B. VAN DEN HOVE, « Les offres publiques d'acquisition et de retrait en Belgique. Aspects théoriques et pratiques » in *Guide juridique de l'entreprise*, 2^e éd, Titre IV, livre 50, p. 14.

¹⁰⁵ *Ibidem*.

conception libérale selon laquelle une offre publique d'acquisition serait intrinsèquement positive et selon laquelle, l'actionnaire, propriétaire de la société, serait le seul habilité à décider de l'opportunité de l'offre qui lui a été faite¹⁰⁶. Compte tenu du climat économique de l'époque favorable aux prises de contrôle internationales et à la nécessité importante d'accorder une protection accrue aux actionnaires, ce premier projet suscita une réaction plutôt positive¹⁰⁷.

Mais au vu de l'émergence de la récession économique, l'enthousiasme des Etats membres vis-à-vis de ce projet de directive s'est rapidement estompé¹⁰⁸. La proposition était tellement détaillée et contraignante pour les Etats membres que bon nombre d'entre eux s'y opposèrent brutalement¹⁰⁹. Cette proposition consacrait, entre autres, l'obligation absolue de passivité du conseil d'administration de la société cible et la neutralisation de tous les mécanismes de défenses qui restreignent la libre cessibilité des titres et le libre exercice du droit de vote en assemblée générale pendant l'offre publique d'acquisition¹¹⁰. Ces deux principes s'inspiraient des pratiques suivies au Royaume-Uni mais étaient largement contraires aux pratiques en vigueur dans des pays comme l'Allemagne ou la Belgique¹¹¹. Cette proposition fut donc rejetée.

Sous-section 3: La deuxième proposition

Une nouvelle proposition a été publiée par la Commission Européenne en février 1996 et fut encore amendée en décembre 1997. Cette proposition, restant beaucoup trop contraignante pour les Etats membres, fut rejetée en deuxième lecture par le Parlement Européen par un vote extrêmement serré le 4 juillet 2001 (273 voix en faveur et 273 contre). Non sans humour et sarcasme, Japp Winter, qui jouera un rôle clé dans l'élaboration de la directive, tel que nous le verrons dans la sous-section suivante, souligna que « *si deux membres anglais du parlement européen avaient bu un petit peu moins la veille, ils n'auraient*

¹⁰⁶ J. FRANTZEN, *op.cit.*, p. 45; V. DE BEAUFORT, « Etude de la proposition sur les offres publiques d'acquisition: application des règles de gouvernance d'entreprise et préservation des modèles alternatif de gouvernance », *Actualités du droit boursier, Bulletin Jolly Bourse*, n°3, mai-juin 2003, p. 233.

¹⁰⁷ A. COTIGA, « L'acquisition d'entreprises, par offre publique, dans l'Union européenne », *J.D.E.*, 2011, p. 257.

¹⁰⁸ A. COTIGA, *op. cit.*, p. 258.

¹⁰⁹ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 207.

¹¹⁰ A. COTIGA, *op. cit.*, p. 258.

¹¹¹ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 207.

pas, en chemin pour l'assemblée plénière, dû s'arrêter aux toilettes et, par conséquent, ils n'auraient pas raté le vote. La proposition aurait alors été adoptée.»¹¹².

Le Parlement européen a jugé que ce projet était d'inspiration trop libérale et facilitait beaucoup trop les offres publiques d'acquisition dans le chef de l'offrant au vu du principe de passivité du conseil d'administration de la société cible¹¹³. De plus, le Parlement releva l'absence de *level playing field* entre les Etats-Unis et l'Union Européenne. En effet, le Parlement souligna l'inexistence de ce principe aux Etats-Unis et la distorsion grave de concurrence qui en résulterait au détriment des sociétés européennes: aux Etats-Unis, le conseil d'administration a le pouvoir de déclencher une panoplie de mesures de défense en cas d'offre publique d'acquisition hostile alors que les entreprises européennes seraient paralysées par la règle de passivité en cas d'offre publique lancées par des multinationales non-européennes¹¹⁴. En outre, le Parlement européen craignait que les employés d'une société cible ne bénéficieraient pas de toute la protection nécessaire en cas d'O.P.A.¹¹⁵.

Sous-section 4: Le rapport « Winter »

Après ce nouvel échec, la Commission a nommé un groupe d'experts en droit des sociétés afin qu'ils formulent des recommandations dans l'objectif de proposer une réforme du droit européen des sociétés sous la houlette du professeur néerlandais Jaap Winter¹¹⁶. Ce « *Groupe Winter* » faisait partie du Plan d'Action pour les Services Financiers de l'Union Européenne, qui visait à atteindre un triple objectif: « *instaurer un marché unique des services financiers pour les investisseurs qualifiés, rendre accessibles et sûrs les marchés pour les particuliers et renforcer les règles de surveillance prudentielle* »¹¹⁷. Le Groupe a été prié de rendre un rapport dans les 4 mois et leurs recommandations devaient donner la base à une nouvelle proposition de la directive O.P.A.¹¹⁸. Le rapport « *Winter* » a adressé diverses questions dont certaines touchaient directement aux mesures de défense contre les offres publiques d'acquisition.

¹¹² 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 », *Rev. prat. soc.*, 2002, p. 217.

¹¹³ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 12.

¹¹⁴ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 208.

¹¹⁵ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 13.

¹¹⁶ *Ibidem*.

¹¹⁷ *Ibidem*.

¹¹⁸ J. WINTER, *op. cit.*, p. 218.

La première partie de ce rapport fut exclusivement consacrée au thème de l'égalité des conditions de jeu en matière d'offres publiques d'acquisition (*level playing field*)¹¹⁹. Le rapport a commencé par dénoncer l'inégalité en matière d'offres publiques d'acquisition dans l'Union Européenne en constatant que les chances de réussite d'une O.P.A. diffèrent d'un Etat membre à un autre, les actionnaires ne disposant pas dans tous les Etats de la même liberté de céder leurs actions à l'offrant¹²⁰. Le rapport suggère une égalisation des chances de réussite d'une O.P.A. dans la mesure où celle-ci constitue un facteur économique positif et dès lors sa facilitation devrait être favorisée par le biais d'un droit communautaire matériel¹²¹. Pour se faire, le rapport propose le respect de deux principes clés par les entreprises: la priorité de la prise de décision par les actionnaires et la proportionnalité entre le capital-risque et le contrôle de la société¹²².

Le premier principe, qui n'est rien d'autre que celui de la passivité, n'est pas nouveau et était déjà consacré dans les propositions précitées. En vertu de ce premier principe, la décision finale concernant la désirabilité d'une O.P.A. serait mieux exercée par les actionnaires de la société cible et non par ses dirigeants, sans enlever pour autant toute responsabilité de ces derniers dans le contexte de la prise de contrôle¹²³.

Le rapport ajoute que « *les mécanismes de défense sont souvent couteux en soi et ils privent l'offrant de la possibilité de créer de la richesse en exploitant les éventuelles synergies si son offre aboutit. Surtout, les dirigeants d'une société font face à un sérieux conflit d'intérêt en cas d'OPA. Souvent la qualité de leur travail et leurs projets sont remis en question, et leur emploi est menacé. Leur intérêt consiste donc davantage à conserver leur poste et à préserver leur réputation qu'à maximiser la valeur de la société au profit des actionnaires. Cet intérêt personnel risque de primer sur leur volonté de représenter les actionnaires ou les autres parties intéressées. Il convient donc que les actionnaires puissent décider par eux-mêmes et que les autres parties intéressées soient protégées par des règles spécifiques.* »¹²⁴. Nous voyons donc que le rapport « Winter » consacre amplement le principe

¹¹⁹ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 2002, p. 3.

¹²⁰ A. COTIGA, *op. cit.*, p. 258.

¹²¹ *Ibidem*; Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 2002, p. 2.

¹²² A. COTIGA, *op. cit.*, p. 258.

¹²³ *Ibidem*; Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 2002, p. 2.

¹²⁴ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 2002, p. 2.

de passivité du conseil d'administration qui fut tant critiquée lors des propositions précédentes.

Sur la question du *level playing field* entre l'Union et les Etats-Unis soulevée par le Parlement lors de la proposition précédente, le rapport reste ferme par rapport aux critiques et continue de prôner le principe de passivité de l'organe de gestion. En effet, le rapport déclare « *que l'exemple américain ne doit pas être suivi en Europe* »¹²⁵. Selon le rapport, il ne faut pas surestimer l'absence de *level playing field* entre les Etats-Unis et l'Europe car les deux marchés ne sont pas comparables et s'inscrivent dans des contextes juridiques et financiers qui diffèrent largement¹²⁶. Jaap Winter souligne que l'Europe ne connaît pas, dans la même mesure et avec les mêmes conséquences, la pression des actions en justice contre des administrateurs, à titre personnel, lorsqu'ils privent les actionnaires d'une prime d'acquisition, ni la pression des marchés des capitaux qui tend à procurer aux actionnaires le plus possible de valeur ajoutée¹²⁷. Il ajoute que l'Europe n'a pas encore achevé le processus de réalisation d'un grand marché intérieur qui, lorsqu'il pourra être utilisé à plein rendement, pourra profiter aux entreprises et à leurs actionnaires alors que cela existe depuis bien longtemps aux Etats-Unis¹²⁸.

Pour ce qui est du second principe mis en avant par le rapport, celui de la proportionnalité entre le capital supportant le risque ultime et le contrôle de la société, il repose sur l'idée selon laquelle seulement les parts du capital social conférant à leur détenteur un droit illimité sur les bénéfices doivent posséder les droits de contrôle, et cela proportionnellement au risque assumé¹²⁹. Le rapport déclare que « *Le droit d'un actionnaire de déterminer le fonctionnement et les activités d'une société doit être proportionnel à sa participation au capital supportant le risque ultime de cette société. Le détenteur de la majorité de ce capital doit pouvoir contrôler la société. Les structures du capital et du contrôle d'une société qui accorde des droits disproportionnés à un (certains) actionnaire(s)*

¹²⁵ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 2002, p. 7 et 42.

¹²⁶ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 208.

¹²⁷ J. WINTER, *op. cit.*, p. 226.

¹²⁸ *Ibidem*.

¹²⁹ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 2002, p. 4; A. COTIGA, *op. cit.*, p. 258.

ne doivent pas permettre de bloquer une OPA, qui aurait sans cela réussi, portant sur le capital supportant le risque ultime cette société. »¹³⁰.

Ce principe se traduirait dans les faits de manière suivante: lorsque, après une offre portant sur l'ensemble du capital supportant le risque ultime de la société, l'offrant acquiert un pourcentage que les Etats membres ne peuvent fixer à plus de 75%, il doit pouvoir passer outre toutes les mesures de protection qui l'empêcheraient d'exercer son autorité sur la société cible, qu'elles aient existé avant l'offre ou qu'elles aient été mises en œuvre au cours de celle-ci, et qu'elles soient issues des statuts ou de conventions extrastatutaires (*Breakthrough rule* ou règle de la percée)¹³¹. Ce principe ne sera que partiellement introduit dans la directive, comme nous le verrons dans la prochaine section¹³².

Section 2: L'adoption de la directive et les principes retenus en matière de défenses anti-O.P.A.

Sous-section 1: Recherche d'un compromis

Suite au rapport du groupe d'experts, le projet de texte a été de nouveau modifié et le résultat, présenté le 2 octobre 2002, s'apparentait à un compromis politique en l'absence duquel la majorité des Etats membres (en particulier l'Allemagne, les états scandinaves, la France et l'Espagne) se seraient encore une fois opposés à l'adoption de la directive¹³³. Les régimes rigides et uniformes prônés par la Commission et le groupe d'experts n'ont pas fait consensus: un accord se dessina autour d'un système d'harmonisation minimale qui laisse finalement aux Etats membres une liberté de manœuvre presque entière sur la question centrale des mécanismes de défense anti-O.P.A.¹³⁴. Après quelques modifications, cette nouvelle proposition de compromis a permise l'adoption de la directive O.P.A. le 21 avril 2004 par le Parlement européen¹³⁵.

¹³⁰ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 2002, p. 23.

¹³¹ J. WINTER, *op. cit.*, p. 222; D. VAN GERVEN, « Rules of Community law applicable to takeover bids » *in Common legal framework for takeover bids in Europe*, vol.1, Cambridge, Cambridge University press, 2008, p. 30.

¹³² D. VAN GERVEN, *op. cit.*, p. 31.

¹³³ A. COTIGA, *op. cit.*, p. 259.

¹³⁴ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 208.

¹³⁵ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 14; Directive n°2004/25/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.C.E*, L 142 du 30 avril 2004, p. 12.

Sous-section 2: Les principes retenus en matière de défense anti-O.P.A.

§.1: La passivité de l'organe de gestion (article 9 de la directive)

L'article 9 de la directive consacre le fameux principe de passivité du conseil d'administration en cas d'offre publique d'acquisition. Le premier alinéa de l'article 9.2 de la directive prévoit que pendant la période de l'offre « *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 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* ». Sont, par exemple, visés par cet article toutes les initiatives de l'organe de gestion relatives au capital de la société, telle qu'une augmentation de capital dans le cadre du capital autorisé ou l'achat d'action propres, ainsi que tous les actes affectant de manière significative les actifs de la société, telle qu'une vente ou une concession à des tiers d'actifs clés de la société¹³⁶.

La directive prévoit aussi que l'exécution d'une décision prise avant l'introduction de l'O.P.A. ne libère pas l'organe de gestion de son obligation d'abstention¹³⁷. En effet, l'article 9.3 de la directive prévoit, en ce qui concerne les décisions qui ont été prises avant l'offre, mais qui n'ont pas encore totalement été mises en œuvre à ce moment, que l'assemblée générale des actionnaires doit les approuver ou les confirmer dans la mesure où elles ne s'inscrivent pas dans le cours normal des activités de la société et où elles sont susceptibles de faire échouer l'offre¹³⁸. Notons qu'une incertitude plane sur la portée de la notion de « *cours normal des activités* », ce qui pourrait créer des problèmes transfrontaliers dans la mesure où chaque Etat membre peut définir cette notion comme bon lui semble¹³⁹.

Certains auteurs vont jusqu'à affirmer que l'organe de gestion ne pourrait constater la réalisation d'une augmentation du capital décidée avant l'offre, ni constater l'exercice de droits de souscriptions émis avant l'offre au profit de personnes déterminées¹⁴⁰. Ceci étant dit, cette position doctrinale ne fait pas l'unanimité¹⁴¹.

¹³⁶ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 47.

¹³⁷ *Ibidem*

¹³⁸ *Ibidem*.

¹³⁹ T GR. PAPADOPOULOS, *EU law and the harmonization of takeovers in the internal market*, Alphen aan den Rijn, Kluwer law international, 2010, p. 123.

¹⁴⁰ M. VAN DER HAEGEN et N. DE CROMBRUGGHE, « Les mécanismes de défense en cas d'offre hostile: choix du régime opt-in » in *OPA, analyse et commentaires de la nouvelle législation*, Séminaire Vanham & Vanham du

De ce fait, si l'on s'en tient à la directive, les seules mesures de défense qui restent aux mains de l'organe de gestion sont le mémoire en réponse (prévu à l'article 9.5 de la directive), la recherche d'autres offres (prévue à l'article 9.2 de la directive) ou la convocation d'une assemblée générale pour que cette dernière statue sur d'autres mesures de défense¹⁴².

§.2: La neutralisation des mécanismes de protection (article 11 de la directive)

L'article 11 consacre la neutralisation des restrictions à la cessibilité des actions et à l'exercice du droit de vote¹⁴³. Les règles prévues par la directive en vue de neutraliser certains mécanismes de défense apparaissent remarquables et novatrices dans la mesure où elles trouvent à s'appliquer non seulement pendant la période d'acceptation de l'offre mais aussi dans le cadre de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense vis-à-vis de l'offre publique d'acquisition¹⁴⁴. Afin que la directive soit adoptée, le compromis trouvé a été de réduire la portée initialement imaginée de la règle de la percée (paragraphe 4 de l'article) en la limitant qu'à certaines mesures de défense, ce qui est contraire aux recommandations du rapport « *Winter* »¹⁴⁵.

L'article 11, §.2, al.1 de la directive prévoit que 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. Le second alinéa ajoute que toutes les restrictions au transfert de titre prévues dans des accords contractuels entre la société visée et les détenteurs de titres sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre. L'article 11, §.3, al. 1 de la directive prévoit quant à lui que les restrictions au droit de vote prévues dans les statuts de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui décide sur les mesures de défense, quelles qu'elles soient. L'alinéa suivant réserve le même sort aux accords contractuels contenant des restrictions au droit de vote, que ce soit pour ceux conclus entre la société visée et les détenteurs de titres ou pour ceux conclus après l'adoption de la directive entre les détenteurs de titres de la société visée. Le troisième alinéa de ce paragraphe prévoit que les titres à droit de vote multiple ne donnent droit qu'à une voix lors de l'assemblée générale qui arrête les mesures de défense. Ainsi, la neutralisation des

22 mai 2007, p. 138; J.-M. NELISSEN GRADE, « De dertiende richtlijn betreffende het openbaar overnamebod », *T.R.V.*, 2006, p. 121.

¹⁴¹ P.-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R JAFFERALI, *Les offres publiques d'acquisition – le nouveau régime*, Larcier, Bruxelles, 2008., p. 89.

¹⁴² *Ibidem*.

¹⁴³ P.-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 87.

¹⁴⁴ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 47.

¹⁴⁵ A. COTIGA, *op. cit.*, p. 259; J. WINTER, *op. cit.*, p. 237.

restrictions prévue à l'article 11 de la directive ne vise que les restrictions statutaires ou contractuelles à la libre négociation des titres, les limitations statutaires ou contractuelles au droit de vote et les actions à droit de vote multiple¹⁴⁶.

Pour ce qui est de la règle de la percée, en vertu du paragraphe 4 de l'article 11 de la directive, si l'offrant a acquis à la suite de l'offre une participation de 75% au moins du capital assorti de droits de vote de la société visée, les restrictions au transfert de titres et au droit de vote ainsi les droits extraordinaires des actionnaires concernant la nomination ou la révocation des membres de l'organe de gestion prévus dans les statuts de la société sont déclarés inapplicables dans le cadre de la première assemblée générale des actionnaires qui suit la clôture de l'offre et qui a pour objet de modifier les statuts, révoquer ou nommer des membres de l'organe d'administration¹⁴⁷. De plus, les actions à droit de vote multiple ne donnent droit qu'à une voix dans le cadre d'une telle assemblée générale.

Cette règle de neutralisation connaît certains tempéraments. Le paragraphe 5 dispose que les Etats membres devront prévoir une indemnisation équitable et son mode de calcul pour les actionnaires qui voient leurs droits supprimés en vertu des règles susmentionnées. Le paragraphe 6 prévoit que les neutralisations prévues aux paragraphes 3 et 4 ne s'appliquent pas aux titres lorsque les restrictions au droit de vote sont compensées par des avantages pécuniaires spécifiques. Le paragraphe 7 précise que le régime de neutralisation ne s'applique pas « *lorsqu'un État membre détient des titres de la société visée qui lui confèrent des droits spéciaux compatibles avec le traité, ni aux droits spéciaux prévus en droit national et compatibles avec le traité* ». Sont ici visées, par exemple, les « *golden shares* »¹⁴⁸. Le paragraphe 7 ajoute que le régime ne s'applique pas non plus aux sociétés coopératives. Notons également que le champ d'application de la directive a été limité aux seules restrictions de droit privé relatives au transfert des actions et à l'exercice du droit de vote: ainsi, si de telles restrictions sont édictées par voie législative ou réglementaire, la directive ne trouvera pas à s'appliquer¹⁴⁹.

Tout comme pour le principe de passivité, la neutralisation peut ou non être utile dans un régime juridique. Tout dépend des objectifs économiques poursuivis par un pays et de sa vision des offres publiques d'acquisition. Comme nous le verrons, en raison d'un certain

¹⁴⁶ J. SIMON, *op. cit.*, p. 339.

¹⁴⁷ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 47.

¹⁴⁸ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 91.

¹⁴⁹ A. COTIGA, *op. cit.*, p. 259; H. FLEISHER, « Golden shares cases », *Common market law review*, vol. 40, 2003, p. 493.

patriotisme économique, très peu de pays ont retenu ce principe dans leurs législations nationales et seulement à peu près 1% des sociétés cotées européennes l'appliquent, nonobstant la consécration de ce principe par la directive. Cette situation étonnante s'explique par le régime optionnel prévu par le législateur européen, qui sera expliqué dans le paragraphe suivant.

§.3: Le régime optionnel (article 12 de la directive)

Comme nous l'avons déjà précisé, les débats entre les Etats membres relatifs aux mesures de défense se sont cristallisés sur les conséquences des règles envisagées en cette matière et plus précisément sur la réduction de la protection des entreprises vis-à-vis des O.P.A.¹⁵⁰. Au vu de l'opposition systématique de certains Etats membres, la version finale de la directive reconnaît la liberté aux Etats membres de tenir compte ou non de certaines dispositions, ce qui peut paraître curieux vu la tendance générale à l'harmonisation maximale¹⁵¹.

En effet, l'article 12.1 de la directive permet d'écarter les principes de passivité et de neutralisation en tout ou en partie (régime *opt.out*)¹⁵². C'est ici précisément que réside le compromis politique principal qui a permis l'adoption de la directive après 14 longues années de négociations. Cependant, l'article 12.2 prévoit que dans le cas où l'Etat membre choisit le régime *opt.out*, il doit laisser la possibilité à ses sociétés cotées d'appliquer (de manière réversible) le régime de la directive (régime *opt-in*).

Le second alinéa du de l'article 12.2 prévoit que « *la décision de la société est prise par l'assemblée générale des actionnaires, conformément au droit de l'État membre sur le territoire duquel se trouve le siège social de la société et aux règles applicables à la modification des statuts. La décision est notifiée à l'autorité de contrôle de l'État membre sur le territoire duquel se trouve le siège social de la société ainsi qu'à toutes les autorités de contrôle des États membres dans lesquels ses titres sont admis à la négociation sur des marchés réglementés ou dans lesquels une demande à cet effet a été introduite.* ».

Si une société décide de transposer les principes susmentionnés dans ses statuts, il s'agira alors d'une application « *par blocs* »: elle ne pourra pas sélectionner des règles

¹⁵⁰ J. FRANTZEN, *op.cit.*, p. 48.

¹⁵¹ T. BONNEAU, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 358.

¹⁵² P.-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 87.

spécifiques au sein de chaque régime¹⁵³. Cependant, certains auteurs considèrent que, dans la mesure où les dispositions statutaires adoptées ne sont pas contraires à une règle impérative, celles-ci pourraient reprendre qu'une partie des règles contenues dans les régimes de passivité et de neutralisation prévus dans la directive¹⁵⁴.

Si les sociétés décident d'adopter le régime *opt-in*, la directive, en son article 12.3, prévoit un principe de réciprocité en vertu duquel les législateurs nationaux peuvent prévoir une exemption des restrictions pour les sociétés « *si elles deviennent l'objet d'une offre lancée par une société qui, quant à elle, n'applique pas ces mêmes articles ou par une société contrôlée directement ou indirectement par une telle société* »¹⁵⁵.

§.4: Le principe de transparence (article 10 de la directive)

Une autre disposition de la directive digne d'être citée est l'article 10 qui concerne les informations sur les sociétés visées. Il s'agit d'un nouvel article qui découle des recommandations du Groupe « *Winter* ». Il consacre un principe de transparence en vertu duquel les structures de capital et de pouvoir des sociétés cotées doivent être rendues publiques¹⁵⁶.

L'importance de cette disposition a fait l'objet d'appréciations diverses entre les Etats membres, les uns n'y voyant qu'un complément aux deux premiers volets de la réglementation, les autres estimant au contraire que cette disposition est à elle seule déterminante pour le marché: celui-ci serait en mesure de se prononcer sur les entreprises qui se protègent complètement et celles qui ne le font pas, les premières étant moins intéressantes pour les investisseurs¹⁵⁷. Dans la pratique, l'article 10 oblige les sociétés citées à publier annuellement, dans leur rapport, des informations sur les mécanismes de défense en vigueur, ainsi qu'à présenter un rapport à l'assemblée générale sur cette question¹⁵⁸. Contrairement aux deux premiers principes, le principe de la transparence échappe au régime optionnel prévu par la directive et a dû être transposé tel quel par les Etats membres.

¹⁵³ PH. HAMER et D. 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 sur les offres publiques d'acquisition*, UCL Centre d'études Jean Renauld, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 158.

¹⁵⁴ *Ibidem*.

¹⁵⁵ P.-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALLI, *op. cit.*, p. 87.

¹⁵⁶ J. WINTER, *op. cit.*, p. 229.

¹⁵⁷ J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 48.

¹⁵⁸ *Ibidem*.

Sous-section 3: La transposition de la directive O.P.A.: vue d'ensemble

Sur base du contrôle préconisé par le processus *Lamfalussy*, la Commission a constaté que les Etats membres ont généralement préféré laisser le choix à leurs entreprises pour l'application des mesures facultatives ce qui va à l'encontre de l'intention initiale de la Commission¹⁵⁹.

Selon un rapport publié par la Commission européenne début 2007¹⁶⁰, dix-huit Etats membres (sur les vingt-cinq Etats membres de l'époque) avaient consacré la règle de passivité du conseil d'administration lors de la transposition. Les Etats membres dans lesquels la règle de passivité n'a pas été introduite sont principalement le Luxembourg, l'Italie, l'Allemagne, les Pays-Bas, le Danemark et la Pologne¹⁶¹. Comme nous le verrons ultérieurement, la Belgique a fait le même choix lors de sa transposition qui a eu lieu deux mois après ce rapport.

Pour ce qui est de la règle de neutralisation des restrictions à la libre cessibilité des titres et au droit de vote, elle n'a été transposée telle quelle que par la Lettonie, la Lituanie, et l'Estonie¹⁶². Enfin, en ce qui concerne la règle de réciprocité, elle a été adoptée par quatorze Etats membres sur vingt-cinq¹⁶³.

Il résulte de l'annexe 5 du rapport de la Commission que la règle de passivité du conseil d'administration s'applique à 75% des sociétés cotées de l'Union Européenne. En ce qui concerne la règle de neutralisation, elle ne s'applique qu'à 1% des sociétés cotées européennes. Enfin, la règle de réciprocité s'applique à 47% des sociétés européennes. Ce rapport montre que le nombre (et l'importance au niveau économique européen) des Etats membres ayant transposé la directive dans un souci protectionniste, en ayant recours aux exemptions proposées, est non négligeables.¹⁶⁴

Certains auteurs se sont interrogés, et à raison selon nous, sur l'intérêt d'une directive à la carte où à la fois les Etats membres mais également les sociétés pourront, selon les cas,

¹⁵⁹ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 14.

¹⁶⁰ Commission staff working document, *Reporting on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 21 février 2007, doc. sec (2007), p. 268.

¹⁶¹ M. VAN DER HAEGEN, *op. cit.*, p. 210.

¹⁶² *Ibidem*.

¹⁶³ *Ibidem*.

¹⁶⁴ B. LECOURT, « Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA », *Revue des sociétés*, 2007, p. 192.

choisir la solution qui leurs convient le mieux¹⁶⁵. Joëlle Simon, un des membres du groupe d'experts, s'interroge par exemple sur la question de savoir si il n'aurait pas été plus préférable d'adopter une solution moins ambitieuse mais plus pragmatique, c'est-à-dire une directive sans les articles 9 et 11, ce qui aurait permis de faire l'économie d'un dispositif « inutilement complexe » et « qui met à mal les principes du droit communautaire »¹⁶⁶. Mais comme elle a, à juste titre, souligné: « sans doute la politique a-t-elle ses raisons que le droit ne connaît pas »¹⁶⁷. D'autres auteurs considèrent toutefois que cette directive a eu des mérites: André Bruyneel souligne par exemple que cette directive a poussé les Etats membres dépourvus de législation sur les O.P.A. d'en établir une sur sa base¹⁶⁸.

Au vu du fait que très peu de pays et de sociétés ont consacré les deux principes susmentionnés, certains peuvent y voir un échec de l'Union Européenne: en effet, des règles communes en la matière ne furent pas établies et, dès lors, le *level playing field* dans l'Union Européenne en matière d'O.P.A. ne fut pas atteint.

Ceci appelle plusieurs remarques. Premièrement, au vu des circonstances de l'époque, il était impossible pour la Commission de convaincre tous les Etats membres sur la question délicate des mesures de défense, chacun d'entre eux ayant un agenda économique propre. Nous considérons donc que le choix du régime optionnel était nécessaire pour permettre l'adoption de la directive.

Cependant, au vu des actions prises ces dernières années par l'Union Européenne en vue de développer ses marchés financiers, des règles disparates en matière de mesures de défense anti-O.P.A., pouvant avoir des conséquences majeures sur l'économie européenne, nous semblent être en contradiction avec les objectifs actuellement poursuivis. Nous considérons que des règles uniformes en matière de défense anti-O.P.A. pourront être les bienvenues si l'activité sur nos marchés financiers sera un jour comparable à celle qui peut être observée aux Etats-Unis.

Si nos marchés financiers atteindront un jour un tel objectif, l'Union Européenne devra peut-être revoir sa politique en matière de mesures de défense pour s'aligner sur ce que nous pouvons examiner aux Etats-Unis. En effet, peu de sociétés voudront s'installer dans

¹⁶⁵ J. SIMON, *op. cit.*, p. 342; J. FRANTZEN, *op. cit.*, p. 48.

¹⁶⁶ J. SIMON, *op. cit.*, p. 342

¹⁶⁷ J. SIMON, *op. cit.*, p. 343.

¹⁶⁸ A. BRUYNEEL, « Le droit des O.P.A. en 2007 », *J. T.*, 2007, p. 572.

l'Union Européenne et se faire coter sur ses marchés financiers si elles seront des proies faciles pour les offres publiques d'acquisition.

Chapitre V: Les évolutions législatives après la directive O.P.A.

Section 1: Droit belge

Les pays membres de l'Union européenne étaient tenus de transposer la directive dans leur législation nationale au plus tard pour le 20 mai 2006¹⁶⁹. Cependant, le gouvernement belge, avec la collaboration de la C.B.F.A., n'a pas respecté les délais impartis¹⁷⁰. C'est finalement une loi du 1^{er} avril 2007¹⁷¹ qui transposa dans notre droit la directive susmentionnée. Dans sa transposition, le législateur belge fit le choix de l'option *opt-out* en écartant les principes de la directive O.P.A. en matière de mesures de défense et du rôle à jouer par le conseil d'administration en cas d'offre publique d'acquisition¹⁷².

Conformément aux prescrits de la directive, la Belgique permet le régime *opt.in*. En effet, l'article 46 de la loi O.P.A. prévoit la possibilité réversible pour les sociétés de droit belge, dont une partie au moins des titres avec droit de vote sont admis à la négociation sur un marché réglementé, de transposer dans leurs statuts les principes de neutralisation et de passivité sur une base volontaire¹⁷³. La transposition de ces principes peut se réaliser selon les règles habituelles applicables en cas de modification des statuts: sauf règles statutaires plus strictes, il faut un quorum de 50% des actionnaires présents ou représentés et une majorité de 75% des votes¹⁷⁴. Cette modification doit être publiée à l'annexe du Moniteur belge et communiquée à la F.S.M.A. et aux autorités de contrôle des marchés des Etats membres dans lesquels les titres de la société sont cotés¹⁷⁵.

Conformément à la directive O.P.A., dans un souci de réciprocité, le législateur belge autorise, à l'article 47 de la loi O.P.A., aux sociétés qui transposent les principes de passivité et/ou de neutralisation de prévoir dans leurs statuts qu'elles ne devront pas respecter ces principes en cas d'offre publique lancée par une société qui ne les applique pas elle-même¹⁷⁶.

¹⁶⁹ Directive n°2004/25/CE, art. 21.

¹⁷⁰ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 14.

¹⁷¹ Loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 26 avril 2007, p. 22378.

¹⁷² P.-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 87.

¹⁷³ M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition – (Seconde partie) », *Dr. Banc. Fin.*, 2007, p. 278.

¹⁷⁴ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 76.

¹⁷⁵ *Ibidem*.

¹⁷⁶ M. FYON, *op. cit.*, 2007, p. 279.

L'article 47 dispose également que « *ce régime est inscrit dans les statuts moyennant l'autorisation de l'assemblée générale, ladite autorisation devant avoir été reçue au plus tôt dix-huit mois avant la publication de l'avis annonçant l'offre publique* ». Selon certains auteurs, l'application concrète de cette règle de réciprocité suscitera de vives discussions car elle imposera de déterminer si l'offrant ou la société qui le contrôle, directement ou indirectement, a ou non correctement transposé les articles 9 ou 11 de la directive O.P.A.¹⁷⁷. Cependant, actuellement, la jurisprudence en la matière est inexistante.

La loi O.P.A. apporte une innovation importante en matière de défense anti-O.P.A.: le deuxième paragraphe de l'article 35 de la loi prévoit que la C.B.F.A. (actuelle F.S.M.A.) veille, dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, à la régularité des actions de la société visée qui seraient de nature à faire échouer l'offre. Elle doit particulièrement veiller au respect de certaines dispositions du Code des sociétés et des dispositions statutaires prises en matière de défense¹⁷⁸. Si la F.S.M.A. constate une violation de ces dispositions, elle en avise la société et si son avis n'est pas pris (ou pas suffisamment) pris en compte, elle peut le rendre public¹⁷⁹.

En ce qui concerne le principe de transparence consacré par l'article 10 de la directive O.P.A., l'article 34 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 prévoit que les mesures de défense anti-O.P.A. doivent être rendues publiques¹⁸⁰. L'arrêté royal du 27 avril 2007 prévoit que la société cible doit avertir sans délai la F.S.M.A. et l'offrant de toute décision susceptible d'avoir pour effet l'échec de l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres¹⁸¹. Cette obligation est le corollaire de la compétence de contrôle de la F.S.M.A. susmentionnée¹⁸².

Section 2: Droit luxembourgeois

La directive O.P.A. a été transposée au Luxembourg par la loi du 19 mai 2006 qui vient combler le vide juridique (relatif) qui existait avant cette date¹⁸³. Tout comme la Belgique, le Luxembourg a choisi le régime *opt-out* de la directive. Le régime *opt-in* est prévu à l'article 9 de la loi, la règle de passivité du conseil d'administration à l'article 10 de loi alors

¹⁷⁷ *Ibidem*.

¹⁷⁸ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 577.

¹⁷⁹ *Ibidem*.

¹⁸⁰ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 77; Arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, *M.B.*, 3 décembre 2007, p. 59785.

¹⁸¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *Droit des sociétés – Précis*, 4e éd., Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 1129; Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, art. 19, *M.B.*, 23 mai 2007, p. 27736.

¹⁸² *Ibidem*.

¹⁸³ Loi du 19 mai 2006 portant transposition de la directive du 21 avril 2004 du Conseil européen et du Parlement 2004/25/CE, concernant les offres publiques d'acquisition, *Mémorial A*, N°86 du 22 mai 2006, p. 1510.

que la neutralisation des restrictions trouve son fondement dans l'article 12 de la loi. Le Luxembourg a donc lui aussi décidé d'éviter une application pure et simple des règles de la passivité du conseil d'administration et de la neutralisation des restrictions.

Certains, et notamment la chambre de commerce du Luxembourg, ont critiqué le choix du législateur luxembourgeois qui aurait manqué de vision et se serait limité à une « *transposition servile* » et minimaliste de la directive¹⁸⁴. Cependant, à l'instar de certains auteurs, nous considérons que ce choix est dans la lignée de l'approche historique luxembourgeoise et conforme à l'approche libérale de ce pays qui se veut être la première place financière européenne et qui tend à rester attractif pour les acteurs économiques et financiers du monde entier¹⁸⁵. En effet, ceux-ci ne seront pas rassurés à l'idée de s'installer dans un pays où ils seront une proie facile pour des O.P.A., surtout après l'affaire retentissante de l'O.P.A. réussie de Mittal sur Arcelor lancée en janvier 2006. De ce fait, dans un contexte de globalisation et de mondialisation, le Luxembourg continuera à rester un lieu attrayant pour l'implantation des grands groupes multinationaux¹⁸⁶.

Section 3: Droit français

Sous-section 1: La transposition de la directive O.P.A.

La directive O.P.A. a été transposée en France par une loi du 31 mars 2006¹⁸⁷. En grande partie, les principes consacrés par la directive étaient déjà ceux du droit français qui comme nous l'avons vu a adopté une série de législations par le passé¹⁸⁸. Cependant, la directive a introduit des nouveautés dans le droit français dont les principales concernaient précisément les mesures de défense contre les O.P.A.¹⁸⁹. Afin de choisir entre les régimes *opt-in* et *opt-out*, le ministère de l'Economie et des Finances a chargé un groupe de travail de rédiger un rapport qui fut rendu le 27 juin 2005 et ensuite suivi par le législateur français¹⁹⁰.

¹⁸⁴ A. SCHMITT, « Les offres publiques d'acquisition au Grand-Duché de Luxembourg », *J.T.*, n° 6231, 2006, p. 445.

¹⁸⁵ *Ibidem*; M. RASQUE DA SILVA, « Les mesures de défense anti-OPA suite à la 13^e directive: une étude à la lumière de l'affaire Arcelor », *ANN. DR. LUX*, 2007-2008, p. 509.

¹⁸⁶ *Ibidem*.

¹⁸⁷ Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, *JO* n°78 du 1^{er} avril 2006, p. 4882.

¹⁸⁸ J.-J. DAIGRE, *op.cit.*, p. 323; M.-N. DOMPE, « La transposition de la Directive OPA et les principes directeurs des offres », *Droit des sociétés*, 2006, étude 19.

¹⁸⁹ N. BOMBRUN et F. MOULIN, « Défenses anti-OPA: le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006 », *Rev. trim. dr. fin.*, 2006/1, p. 19.

¹⁹⁰ Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition présidé par Jean-François Lepetit du 27 juin 2005.

Le rapport a proposé de transposer tel quel l'article 9 de la directive consacrant la passivité du conseil d'administration, avec néanmoins l'exception de réciprocité¹⁹¹. Ainsi, toute mesure susceptible de faire échouer l'offre doit être approuvée ou confirmée par les actionnaires et les pouvoirs des mandataires sociaux se trouvent cantonnés en période d'offre à gérer les affaires courantes¹⁹². En plus de la règle de réciprocité, la règle de neutralité du conseil d'administration connaît deux autres tempéraments: l'organe de gestion conserve son pouvoir de nommer les dirigeants et il peut rechercher d'autres offres (défense *White Knight*)¹⁹³. Notons cependant que la loi française ne désarme pas la société mais uniquement les dirigeants: elle reconnaît un pouvoir à l'assemblée générale des actionnaires de prendre des mesures de défense¹⁹⁴.

En revanche, le groupe de travail proposa une transposition atténuée de l'article 11 dans le souci de respecter la force des conventions mais sans pour autant assortir ce principe de l'exception de réciprocité¹⁹⁵. De ce fait, la loi française permet à la société de prévoir facultativement la neutralisation des restrictions conventionnelles au transfert d'actions et des restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote¹⁹⁶. Précisons toutefois que, parallèlement, la loi prévoit la suspension de plein droit des restrictions statutaires au transfert d'actions et la suspension des mesures de plafonnement des droits de vote à l'issue de l'offre¹⁹⁷.

Nous voyons donc que, contrairement à la Belgique et au Luxembourg, la France consacra pleinement le principe de passivité de l'organe d'administration proposé par la directive. En ce qui concerne la neutralisation de certains mécanismes de défense, nous constatons que la France adopta encore une fois une position plus stricte que celles retenues en Belgique et au Luxembourg sans pour autant complètement suivre les prescrits de la directive européenne. Nous constatons donc une approche législative facilitant les O.P.A.. Cependant, comme nous le verrons dans la prochaine sous-section, ce régime juridique n'a pas fait long feu en droit français.

¹⁹¹ J-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 327.

¹⁹² F. BARRIÈRE et C. REALS, « La loi Florange: une loi anti-OPA ? », *Revue des sociétés*, 2014, §. 29.

¹⁹³ F. BARRIÈRE et C. REALS, *op. cit.*, §. 32.

¹⁹⁴ J-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 332.

¹⁹⁵ J-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 327.

¹⁹⁶ J-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 335.

¹⁹⁷ J-J. DAIGRE, *op. cit.*, p. 337.

Sous-section 2: La loi « Florange »: une loi anti- O.P.A.

Le droit français des offres publiques d'acquisition connu une modification majeure par la loi n°2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie, dite loi Florange¹⁹⁸. Cette nouvelle loi s'éloigne de la transposition initiale de la directive européenne alors que les choix retenus précédemment étaient censés conforter « *l'image d'ouverture de la France auprès des investisseurs étrangers* »¹⁹⁹. Les nouvelles dispositions sont, en partie, dans la lignée du rapport « *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française* » du 5 décembre 2012 de Louis Gallois²⁰⁰. Le principal objectif de la loi étant de dissuader les offres publiques d'acquisition, elle introduit un dispositif de lutte contre les O.P.A. en renforçant l'implication des dirigeants ainsi que celui du comité d'entreprise de la société cible, tout en fidélisant les actionnaires avec une généralisation légale du droit de vote double au sein des sociétés cotées sur Euronext Paris²⁰¹. Dans les paragraphes suivants nous examinerons brièvement les deux mesures qui auront un impact indiscutable en matière de défense anti-O.P.A..

§.1: La généralisation du droit de vote double au sein des sociétés cotées

Cette mesure, inspirée d'une recommandation du rapport Gallois précité²⁰², a pour but de renforcer et de fidéliser l'actionnariat de long terme en attribuant automatiquement un droit de vote double après deux ans de détention d'actions dans une société cotée sur Euronext Paris²⁰³. Les partisans de cette mesure justifient cet avantage au titre d'une bonne gouvernance de l'entreprise sociale reposant sur un actionnariat stable et fiable: les investisseurs à long terme, qui permettent de mettre en place des stratégies à long terme, doivent bénéficier d'un statut privilégié par rapport aux investisseurs à court terme, qui ne s'impliquent pas assez dans la vie de la société et qui risquent souvent d'être là dans un but purement spéculatif²⁰⁴.

¹⁹⁸ Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, *JO*, 1^{er} avril 2014, p. 6227.

¹⁹⁹ T. BONNEAU, « La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition », *J.C.P.*, 2006, I, p. 134; F. BARRIÈRE et C. REALS, *op.cit.*, §.4; Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition présidé par Jean-François Lepetit du 27 juin 2005, p. 4.

²⁰⁰ L. GALOIS, *Rapport au Premier ministre, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 5 novembre 2012.

²⁰¹ F. BARRIÈRE, C. REALS, *op. cit.*, §. 5.

²⁰² L. GALOIS, *Rapport au Premier ministre, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 5 novembre 2012, p. 21.

²⁰³ N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, « L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises », *RTD. Com.*, 2014, pp. 363 et s.

²⁰⁴ *Ibidem*.

Ainsi, la nouvelle loi maintient le premier alinéa de l'article L. 225-123 du code de commerce qui prévoit la possibilité d'attribuer un droit de vote double, par les statuts, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis au moins deux ans au nom d'un même actionnaire²⁰⁵. Le nouveau régime se trouve dans un nouvel alinéa 2 prévoyant que dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double sont de droit, sauf si les statuts prévoient le contraire, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom d'un même actionnaire²⁰⁶. Cette attribution du droit de vote double automatique peut constituer une mesure de défense anti-O.P.A. dans la mesure où cet octroi permet de verrouiller le contrôle de la société au profit d'un groupe d'actionnaires²⁰⁷. De plus, cet octroi du droit de vote double automatique ne pouvant être écarté que par une décision d'une assemblée générale extraordinaire adoptée à une majorité des deux tiers des voix, le mécanisme de défense est d'autant plus efficace au vu de sa suppression très difficile²⁰⁸.

Notons que cette nouvelle disposition rencontra des critiques de la part de certains auteurs français. En effet, certains soulignent que si la véritable volonté du législateur était de protéger les sociétés réputées menacées et de récompenser les actionnaires fidèles, le délai proposé aurait été inférieur à deux ans²⁰⁹. Une autre critique consiste à dire que la réforme législative pourrait avoir pour conséquence, dans les sociétés avec un actionnariat dispersé, de renforcer l'influence des fonds détenant des participations minoritaires²¹⁰. Quoi qu'il en soit, cette nouveauté constitue indéniablement une mesure de défense redoutable offerte aux potentielles sociétés cibles afin de contrer les O.P.A. hostiles.

§.2: La suppression du principe de passivité des organes de direction en cas d'O.P.A.

Avec cette loi, le législateur français décida de revenir sur le choix retenu lors de la transposition de la directive O.P.A. qui consistait à consacrer le principe de passivité de l'organe de gestion en cas d'offre publique d'acquisition. En effet, la loi abandonne ce principe et bouleverse les règles en place en modifiant les termes de l'article L. 233-32, I du code de commerce qui est désormais rédigé comme suit: « *le conseil d'administration ou le*

²⁰⁵ Selon l'article de 2014 de N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, 58% des sociétés du CAC 40 et du SBF 120 attribuent un tel droit de vote double par le biais d'une disposition statutaire.

²⁰⁶ N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, *op. cit.*, pp. 363 et s.

²⁰⁷ *Ibidem.*

²⁰⁸ *Ibidem.*

²⁰⁹ F. BARRIÈRE et C. REALS, *op. cit.*, §. 57.

²¹⁰ F. BARRIÈRE et C. REALS, *op. cit.*, §. 58.

directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée, peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués à l'assemblée générale dans la limite de l'intérêt social de la société ». De plus, le conseil d'administration ou le directoire peuvent mettre en œuvre, sans confirmation de l'assemblée générale, des délégations de compétence qui auraient été consenties avant l'annonce d'une offre, sauf si le contraire est prévu dans les statuts de la société²¹¹. Nous voyons donc que la France consacre à présent, dans une large mesure, la *Business judgment rule*. Cette nouvelle liberté des organes de direction de la société cible connaît cependant plusieurs tempéraments.

Premièrement, comme précisé par l'article L. 233-32, I du code de commerce, les mesures prises par les organes de direction pour se défendre contre une offre hostile devront être conformes à l'intérêt social de la société. Celui-ci sera donc un garde-fou et les mandataires sociaux devront peser avec prudence leurs décisions à l'aune de ce concept et du risque que les actionnaires engagent leur responsabilité si la mesure prise fait échouer l'offre²¹².

Deuxièmement, il ne faudrait pas conclure de la nouvelle disposition que le rôle des actionnaires dans le processus de défense contre les offres hostiles est désormais totalement passif²¹³. En premier lieu, le nouvel article L. 233-33, I du code de commerce prévoit que les statuts peuvent imposer une autorisation préalable de l'assemblée générale pour appliquer les mesures de défense prises par le conseil ainsi que pour l'émission de bons d'offres et la suspension en période d'offre publique de délégation accordée avant l'offre par l'assemblée générale au conseil pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre, (à l'exception de la recherche d'autres offres)²¹⁴. En deuxième lieu, le nouvel article L.233-33, II du code de commerce prévoit que les statuts peuvent imposer une approbation ou une confirmation de l'assemblée générale pour toute décision d'un organe de direction, prise avant l'offre, qui n'est pas totalement ou partiellement mise en œuvre, ne relève pas de mesures courantes et qui peut avoir pour conséquence l'échec de l'offre²¹⁵. Les actionnaires ont donc

²¹¹ N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, *op.cit.*, pp. 363 et s.

²¹² F. BARRIÈRE et C. REALS, *op.cit.*, §. 35.

²¹³ D. FORNONI, « Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange », *RTD Com.*, 2015, §. 10.

²¹⁴ N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, *op. cit.*, pp. 363 et s.

²¹⁵ *Ibidem*.

les moyens de continuer à jouer un rôle central dans le contexte d'une offre publique en instaurant statutairement le principe de passivité des mandataires sociaux, s'ils le désirent²¹⁶.

Au terme de cette réforme, nous constatons que la France, le pays qui était parmi ceux ayant transposé la directive européenne de manière à respecter le plus possible les prescrits de la Commission et du Groupe « *Winter* », non seulement revient sur sa position, mais consacre un régime juridique qui s'approche encore plus de la *Business judgement rule* que ce qui a été retenu en Belgique et au Luxembourg. En effet, la consécration explicite des pouvoirs de l'organe de gestion en cas d'O.P.A. est absente dans les législations de ces deux autres pays. En France, le rôle actif des actionnaires en cas d'offre hostile n'est donc plus la règle mais l'exception.

Partie 2: Le régime juridique des principales mesures de défense anti-O.P.A. en Belgique.

En Belgique, les principales défenses anti-O.P.A. restent, comme avant la transposition de la directive de 2004, les règles particulières prévues par le Code des sociétés en matière de capital autorisé, d'acquisition de titres propres, de clauses d'agrément et de préemption, d'émission de droits de souscription ou de modification de la composition de l'actif ou du passif de la société²¹⁷. Vu qu'il nous est impossible de réaliser une étude exhaustive de toutes les mesures de défense possibles dans le cadre de ce mémoire, nous nous concentrerons sur les plus significatives. Dans cette seconde partie, nous analyserons les principes qui leurs sont applicables et nous déterminerons quels sont les organes de la société compétents pour les mettre en oeuvre. Avant d'examiner ces mesures, nous verrons une exigence qui leurs est commune, à savoir leur conformité à l'intérêt social.

Chapitre I: Généralité: la conformité des mesures de défense à l'intérêt social de la société cible

Le concept phare de l'intérêt social trouve une place de choix en matière de mécanismes de défense contre les offres publiques d'acquisition. Lors de l'analyse de l'O.P.A. de Benedetti sur la *Société générale de Belgique*, nous avons vu que la Cour d'appel de Bruxelles avait considéré que la mesure de défense en question devait être conforme à

²¹⁶ D. FORNONI, *op. cit.*, §.10.

²¹⁷ M. FYON, *op. cit.*, 2007, p. 279.

l'intérêt social et que c'est l'organe d'administration de la société cible qui serait compétent pour l'appréciation cette conformité²¹⁸. Cette approche a été soutenue par la Commission bancaire et financière (F.S.M.A. depuis 2011) qui rappelle constamment que le service de l'intérêt social constitue la fonction principale du conseil d'administration quelle que soit l'opération qu'il entend réaliser²¹⁹.

La défense de l'intérêt social en matière d'O.P.A. trouve une consécration législative dans la loi O.P.A. de 2007. En effet, en vertu des articles 9 et 35, §.1 de la loi, lors de la mise en place de ces mesures de défense, les administrateurs de la société cible devront constamment vérifier la conformité de leurs actions avec l'intérêt de la société²²⁰. Conformément à la doctrine et à la jurisprudence, tout contrôle exercé par les cours et tribunaux concernant l'appréciation du conseil d'administration quant à la conformité d'une mesure de défense à l'intérêt de la société ne pourrait être que marginal²²¹.

Pour ce qui est de la portée de ce concept, nous pouvons nous référer à la récente jurisprudence de la Cour de cassation du 28 novembre 2013 qui rejeta l'approche extensive de l'intérêt social qui englobait non seulement l'intérêt des actionnaires mais également les intérêts des parties prenantes comme les travailleurs et les créanciers de la société²²². Nous pouvons, en vertu de cet arrêt, considérer qu'en Belgique l'intérêt social est celui des actionnaires présents et futurs de la société²²³. Nous pensons qu'un conseil d'administration pourrait facilement justifier le recours aux mesures de défense en avançant l'intérêt des actionnaires présents et futurs vu qu'une incertitude plane toujours sur les véritables objectifs de l'offrant quant à l'avenir de la société cible et quant aux intérêts des actionnaires.

Chapitre II: Les opérations portant sur le patrimoine de la société

Section 1: L'article 556 du Code des sociétés: les clauses de changement de contrôle

Une défense anti-O.P.A. classique consiste à décourager l'offrant de lancer une offre publique d'acquisition en raison de l'incertitude qui pèserait sur la poursuite de certains contrats de la société cible du fait de la présence dans ces contrats de clauses permettant aux

²¹⁸ Bruxelles, 1^{er} mars 1988, *R.D.C.*, 1988, p. 512.

²¹⁹ C.B.F.A., *Rapport*, 1970-1971, p. 140; C.B.F.A., *Rapport*, 1985-1986, p. 59; C.B.F.A., *Rapport*, 1982-1983, p. 88.

²²⁰ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op.cit.*, p. 153.

²²¹ *Ibidem*.

²²² Cass., 28 novembre 2013, *Rev. prat. soc.*, 2014, p. 41.

²²³ *Ibidem*.

cocontractants d'y mettre un terme en cas de lancement d'une O.P.A.²²⁴. Le législateur belge a décidé de limiter les pouvoirs du conseil d'administration en cette matière. En effet, l'article 556 du Code des sociétés dispose que seule l'assemblée générale peut encore 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, dont l'exercice dépend du lancement d'une offre publique d'acquisition sur ses actions ou d'un engagement de contrôle exercé sur elle²²⁵. Cette décision de l'assemblée générale doit être déposée au greffe du tribunal de commerce compétent, conformément à l'article 75 du Code des sociétés, avant la réception de la société cible de l'avis relatif à l'O.P.A.²²⁶. Il s'agit donc ici d'une consécration classique du principe de passivité du conseil d'administration: seule l'assemblée générale peut agir dans cette hypothèse.

Soulignons toutefois qu'une controverse existe sur la portée de cet article. Suivant une interprétation littérale du texte appliquée par certains auteurs²²⁷, les clauses par lesquelles le contractant d'une société se réserve le droit de mettre fin au contrat en cas de modification du contrôle de celle-ci, ne peuvent être acceptées que par une décision de l'assemblée générale²²⁸. Selon une autre doctrine, l'article 556 du Code des sociétés ne devrait pas s'appliquer aux clauses dictées uniquement par le caractère *intuitu personae* que le cocontractant de la société entend conférer à ses relations d'affaire avec celle-ci: de telles clauses, voulues par le cocontractant de la société et non par le conseil d'administration de cette dernière n'ont rien avoir avec les mesures de défense et devraient donc pouvoir échapper à l'article 556 qui vise justement à limiter le pouvoir du conseil d'administration à leur égard²²⁹. Cependant des auteurs comme Marc Dalle soulignent que l'article 556 devrait tout de même s'appliquer à de telles clauses car la distinction entre le but poursuivi et l'effet recherché s'avérera souvent délicate et que ces clauses peuvent avoir un impact considérable sur la valeur de l'entreprise, pouvant même la rendre invendable²³⁰.

²²⁴ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op.cit.*, p. 165; G. NEJMAN, « L'article 17bis de la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition: une disposition à l'herméneutisme symbolique? », *Rev. prat. soc.*, 1998, p. 57; M. DALLE, « Artikel 556 van het Wetboek van vennootschappen is toepasselijk op elk beding inzake controlewijziging (change of control clause) ten laste van een naamloze vennootschap », *T.R.V.*, 2004, p. 87.

²²⁵ A. AUTENNE, « Le gouvernement d'entreprise en Belgique » in *The Belgian reports at the Congress of Washington of the International Academy of Comparative Law*, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 431.

²²⁶ P. HAINAUT-HAMENDE, *op. cit.*, p. 346.

²²⁷ G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 59.

²²⁸ X. DIEUX, *op.cit.*, 2005, p. 369.

²²⁹ X. DIEUX, *op.cit.*, 2005, p. 370.

²³⁰ *Ibidem*; M. DALLE, *op. cit.*, p. 87.

Notons que la mise en place systématique de cette mesure, pouvant certes être utile afin de contrer une offre hostile peut s'avérer être contre-productive et rendre inutilement difficile la réalisation d'une O.P.A. amicale car ni la société visée ni ses actionnaires n'auront en principe le pouvoir de mettre fin à de telles clauses²³¹.

Section 2: L'article 557 du Code des sociétés

Une mesure de défense célèbre consiste pour la société cible, en cas d'O.P.A. hostile, à vendre les actifs qui sont particulièrement convoités par l'offrant en raison de leur valeur propre et potentialité bénéficiaire supplémentaire qu'ils représentent pour lui afin de rendre la société cible moins attrayante²³². Supposons que la société cible détienne un brevet qui constitue l'unique raison de convoitise de la part de l'offrant. Si ce brevet est cédé à un tiers, l'offrant n'aura plus de raison de continuer l'offre publique d'acquisition. C'est ce qu'on appelle « *The crown jewels defense* » dans le monde anglo-saxon. Cette mesure a reçu une attention particulière de la part du législateur belge. En effet, l'article 557 du Code de la société dispose que dès la réception de la communication de l'avis O.P.A. par le F.S.M.A., 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* ». L'article ajoute que « *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* ».

Nous voyons ici, tout comme pour les clauses de changement de contrôle, une application du principe de passivité de l'organe de gestion. Cependant, ce principe connaît ici plusieurs limites. Premièrement le conseil d'administration sera le premier à examiner sa compétence et il appréciera si la décision à prendre est susceptible de modifier de manière significative la composition de l'actif ou du passif de la société²³³. Deuxièmement, le second alinéa de l'article 557 prévoit que le conseil d'administration pourrait mener à bien des « *opérations suffisamment engagées* » avant la communication de l'avis O.P.A.. La question à un million d'euros reste alors de savoir ce que constituent véritablement des « *opérations suffisamment engagées* ». Il n'existe à l'heure actuelle aucune jurisprudence en la matière et ce sera donc aux juges d'interpréter cette notion au cas par cas. Troisièmement, l'interdiction imposée au conseil d'administration prend fin à la clôture de l'offre, celui-ci retrouvant alors

²³¹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op.cit.*, p. 165.

²³² J. ANTOINE et M.-C. CAPIAU-HUART, *op. cit.*, p. 326.

²³³ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 154.

ses pleins pouvoirs²³⁴. Quatrièmement, l'article 557 prévoit que le conseil d'administration pourra toutefois acquérir des actions, des parts bénéficiaires et des certificats s'y rapportant conformément à l'article 620, § 1er, alinéa 3 (*infra*).

Dans un second temps, la F.S.M.A. sera amenée à apprécier les conditions d'application de l'article 557 en ayant égard à la *ratio legis* de cette disposition²³⁵. À cet égard, nous pouvons citer le rapport de la C.B.F.A. (actuellement la F.S.M.A.), à l'occasion de l'offre publique d'acquisition d'AXA sur la *Royale belge*, où celle-ci tient compte du but poursuivi par cette disposition, à savoir « éviter que le conseil d'administration de la société visée n'appauvrisse celle-ci en la rendant moins attrayante »²³⁶. L'opération en question impliquait une cession par AXA à la *Royale Belge* de sa participation dans sa filiale AXA *Belgium*. Cette cession devait se réaliser alors que l'offre était en période de réouverture conformément à l'article 32 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989²³⁷. La C.B.F.A. avait considéré qu'il n'y avait pas de violation de l'article 557 du Code des sociétés dès lors que l'acquisition que ferait la société cible n'avait pas pour but de l'appauvrir et de la rendre moins attrayante pour l'offrant²³⁸.

Il faut d'ailleurs prendre en considération l'intensité de la modification de la composition de l'actif ou du passif de la société²³⁹. Cet effet « *significatif* » ne doit pas forcément être négatif: l'octroi d'un crédit à une société liée ou encore la cession d'une activité à des conditions financières avantageuses pour la société sont des mesures qui peuvent être visées par l'article 557²⁴⁰. Précisons également que les seules mesures visées sont celles qui sont à prendre à l'avenir: la simple exécution d'un contrat signé antérieurement, d'une sentence arbitrale ou encore d'une décision judiciaire ne donnent pas lieu à l'application de l'article 557 du Code des sociétés²⁴¹.

Nous avons ici encore une fois une mesure de défense pour laquelle les actionnaires de la société jouent un rôle clé. Cependant, contrairement à la mesure visée à l'article 556, le mécanisme examiné ci-dessus laisse une certaine liberté, certes encadrée, au conseil

²³⁴ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 154.

²³⁵ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA » in *Contrôle, stabilité et structure de l'actionariat*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 303.

²³⁶ C.B.F.A., *Rapport 1997-1998*, p. 120. Voir aussi C.B.F.A., *Rapport 1992-1993*, p. 96 et C.B.F.A., *Rapport 1993-1994*, p. 83.

²³⁷ X. DIEUX, *op. cit.*, 2005, p. 368.

²³⁸ *Ibidem*.

²³⁹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 154

²⁴⁰ *Ibidem*; P. VAN DER BEKEN, « Art. 557 » in *Comm V & V.*, Anvers, Kluwer, 2002, p. 8.

²⁴¹ P. VAN DER BEKEN, *op. cit.*, p. 8.

d'administration. Au vu du critère vague que sont « *les opérations suffisamment engagées* », il se peut que le conseil d'administration puisse avoir une certaine marge de manœuvre dans la vente d'actifs clés de la société en cas d'offre publique d'acquisition.

Chapitre III: Le capital autorisé

La technique du capital autorisé peut être utilisée pour tenter de tenir une O.P.A. hostile en échec: elle permet de rapidement diluer la participation de l'offrant en augmentant le capital de la société avec suppression du droit de préférence, et, ainsi, de loger les nouvelles participations dans les mains d'actionnaires bienveillants²⁴². La protection en tant que telle consiste justement en la suppression du droit de préférence de l'offrant lors de l'émission²⁴³. Nous avons déjà eu l'occasion de voir une illustration de cette mesure de défense lors de l'analyse de l'O.P.A. de *Cerus* sur la *Société Générale de Belgique*. Dans les sections suivantes, nous examinerons les règles applicables à ce mécanisme.

Section 1: Généralités

En principe, en vertu de l'article 581 du Code des sociétés, l'assemblée générale des actionnaires est compétente pour augmenter le capital de la société. Ce droit était à la base exclusivement réservé à cet organe car une augmentation de capital entraîne la modification des statuts et modifie les droits des actionnaires, ce qui peut avoir des conséquences majeures pour la société²⁴⁴. Depuis la loi du 5 décembre 1984²⁴⁵, introduisant la technique du capital autorisé, cette compétence peut être partagée avec le conseil d'administration moyennant le respect de certaines conditions contenues dans les articles 603 et suivants du Code des sociétés. En vertu de ce mécanisme, le conseil d'administration, dans les limites légales et dans les limites de l'autorisation statutaire donnée par l'assemblée générale ou les fondateurs, pourrait procéder à une augmentation du capital²⁴⁶. Précisions qu'il s'agit d'une délégation de la part de l'assemblée générale et que dès lors celle-ci ne renonce pas à éventuellement augmenter le capital d'elle-même²⁴⁷.

²⁴² J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 161; C.B.F.A., *Rapport 1997-1998*, p. 17.

²⁴³ J. ANTOINE et M.-C. CAPIAU-HUART, *op. cit.*, p. 325.

²⁴⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 840.

²⁴⁵ Loi du 5 décembre 1984 modifiant les lois sur les sociétés commerciales coordonnées le 30 novembre 1935, *M.B.*, 12 décembre 1984 p. 15612

²⁴⁶ B. CAEYMAEX, « Het toegestaan kapitaal naar Belgisch recht: een overzicht van beperkingen », *T.R.V.*, 1998, p. 183; G. DE PIERPONT, « L'importance du capital – évolutions récentes du Code des sociétés », *Rev. prat. soc.*, 2010, p. 355.

²⁴⁷ Cass., 23 janvier 2003, *R.C.J.B.*, 2003, p. 594.

En vertu de l'article 603, l'autorisation expresse de l'assemblée générale devra se faire par le biais d'une clause statutaire et le conseil d'administration devra exercer sa compétence dans les limites formulées par l'habilitation et dans l'esprit du titulaire initial²⁴⁸. Cette autorisation peut être plus ou moins large en ce qui concerne les modalités de l'augmentation de capital (la suppression du droit de préférence doit par exemple être prévue spécifiquement) et peut prévoir des circonstances spécifiques dans lesquelles cette compétence pourra être utilisée²⁴⁹. Selon la Cour d'appel de Bruxelles, même s'il y a une habilitation de la part de l'assemblée générale des actionnaires, le conseil d'administration n'est pas tenu d'user de cette compétence et le fait de ne pas augmenter le capital de la société ne sera pas constitutif de faute, même en cas de pertes de la société²⁵⁰.

L'article 604 du Code des sociétés prévoit que l'habilitation de l'assemblée générale n'est valable que pour cinq ans à dater de la publication de l'acte constitutif ou de la modification des statuts. Toutefois, elle peut être renouvelée une ou plusieurs fois pour une durée n'excédant pas cinq ans par l'assemblée générale délibérant aux conditions requises pour la modification des statuts. En vertu du premier alinéa de l'article 603, le montant du capital autorisé est fixé par les statuts mais pour les sociétés ayant fait publiquement appel à l'épargne, le montant ne peut être supérieur au capital social tel qu'il est au moment où l'assemblée générale accorde l'autorisation.

L'article 604 prévoit un rapport spécial du conseil d'administration: le second alinéa de l'article dispose en effet que « *lorsque les fondateurs ou l'assemblée générale décident d'accorder l'autorisation prévue à l'alinéa 1er ou de la renouveler, les circonstances spécifiques dans lesquelles le capital autorisé pourra être utilisé et les objectifs poursuivis sont indiqués dans un rapport spécial. Le cas échéant, ce rapport est annoncé dans l'ordre du jour.* ». Ce rapport engage la responsabilité des administrateurs qui ne pourront recourir au capital autorisé en dehors des limites précisées dans le rapport²⁵¹. Le troisième alinéa de l'article prévoit que l'absence de ce rapport entraîne la nullité de la décision de l'assemblée générale.

L'article 605 prévoit quant à lui une série de situations où l'utilisation du capital autorisé doit être spécifiquement prévue par l'assemblée générale lorsqu'elle accorde

²⁴⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 842; Comm. Hasselt (réf.), 1^{er} mars 1994, *T.R.V.*, 1994, p. 358.

²⁴⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 842.

²⁵⁰ Bruxelles (9^e ch.), 13 janvier 2005, *D.A.O.R.*, 2007, p. 204.

²⁵¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 844.

l'habilitation. Sont entre-autres visées les augmentations de capital avec suppression de droit de préférence (ce qui constitue précisément la mesure de défense anti- O.P.A).

Enfin, l'article 606 prévoit une série de situations pour lesquelles le capital autorisé ne pourra jamais être utilisé.

Section 2: Le capital autorisé en cas d'O.P.A.

Le législateur belge a eu la sagesse de prévoir un régime spécifique régissant ce mécanisme en cas d'offre publique d'acquisition. L'article 607 prévoit que, sauf habilitation statutaire du conseil d'administration, seule l'assemblée générale peut encore procéder, après que l'avis d'O.P.A. soit porté à la connaissance de la société, à une augmentation du capital dérogeant au droit de préférence des actionnaires, ainsi que créer des titres conférant le droit de vote ou à la souscription de tels titres qui ne seraient pas offerts par préférence aux actionnaires existants²⁵². Nous voyons donc ici une certaine consécration du principe de passivité du conseil d'administration: le pouvoir d'utiliser cette mesure de défense est, en principe, accordé aux actionnaires de la société.

Cependant, comme précisé, les actionnaires peuvent préalablement habiliter le conseil d'administration d'utiliser le capital autorisé en supprimant le droit de préférence en cas d'offre publique. Cette habilitation doit être intervenue au plus tard trois ans auparavant et ne peut porter que sur des actions intégralement libérées dont le prix ne peut être inférieur au prix de l'O.P.A. et dont le nombre ne peut dépasser 10% des actions représentatives du capital social émises antérieurement²⁵³. Cette disposition a pour conséquence qu'au sein des sociétés anonymes susceptibles d'être des cibles une O.P.A., l'autorisation d'augmenter le capital est souvent renouvelée tous les trois ans alors que l'article 604 du Code des sociétés prévoit que cela doit en principe se faire tous les cinq ans²⁵⁴. Précisions que si le conseil d'administration supprime ou limite le droit de préférence, il devra, conformément aux exigences issues de la pratique de la F.S.M.A. et aux articles 596 et 598 du Code des sociétés, justifier le recours au capital autorisé, l'augmentation de capital elle-même, ses conséquences financières et la conformité de l'opération à l'intérêt social²⁵⁵.

²⁵² A. AUTENNE, *op.cit.*, p. 431.

²⁵³ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op.cit.*, p. 161.

²⁵⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op.cit.*, p. 1129.

²⁵⁵ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op.cit.*, p. 161; C.B.F.A., *Rapport 1997-1998*, p. 119.

Le conseil d'administration peut donc ici, comme ce fut le cas lors de l'O.P.A. sur la *Société Générale de Belgique*, être un acteur dans la défense de la société contre une offre hostile. Cependant, nous devons constater qu'il ne peut l'être qu'avec l'autorisation des actionnaires, ce qui montre toute la limite de ses pouvoirs en la matière.

Chapitre IV: L'acquisition de titres propres

Section 1: Généralités

Il s'agit d'une mesure souvent évoquée quand il est question de mécanismes pouvant être mis en place pour contrer les offres publiques hostiles. Premièrement, si une société acquière des titres propres, ce sont des titres qui ne pourront plus être vendus à l'offrant. Deuxièmement, cette technique permet la hausse des cours et rend l'O.P.A. plus onéreuse²⁵⁶. Troisièmement, cette technique permettrait à un actionnaire de référence qui avoisine les 40% des droits de vote de passer la barre des 50% en faisant ainsi obstacle à une agression²⁵⁷. Quatrièmement, les entreprises ont la possibilité par ce mécanisme de se constituer un actionnariat stable en rétrocédant les actions acquises à un certain nombre d'actionnaires déterminés²⁵⁸. Le mécanisme semble prosaïque à la base mais le législateur a décidé de le réglementer car une telle opération aboutit à une réduction des fonds propres de la société et peut même entamer le capital de celle-ci²⁵⁹. De plus, le législateur a tenu à donner aux actionnaires le droit de décision en la matière, qui est cependant assorti de deux tempéraments qui peuvent s'avérer utiles en cas d'offre publique d'acquisition.

Cette mesure appelle plusieurs remarques préliminaires. Premièrement, on se réfère souvent à tort dans la doctrine à ce mécanisme comme étant un « *rachat* » de titres propres. Ceci n'est pas exact vu que la société avait par le passé émis et non vendu ces titres²⁶⁰. De plus l'opération ne constitue pas un véritable achat: si elle se réalise en bourse, aucun contrat ne se forme entre la société et le vendeur²⁶¹. Deuxièmement, le régime juridique s'applique également aux parts bénéficiaires et aux certificats représentatifs d'actions et non uniquement

²⁵⁶ P. DELLA FAILLE, *Fusions, acquisition et évaluations d'entreprises- une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 448.

²⁵⁷ P.-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op.cit.*, p. 103.

²⁵⁸ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 448; A. HERST, E. REBERS, « Inkoop van eigen aandelen in Nederland. Theorie versus praktijk », *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, mai 1996, n° 1190.

²⁵⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op.cit.*, p. 812.

²⁶⁰ *Ibidem*; C. DEL MARMOL, « L'achat par une société de ses propres actions », *Rev. prat. soc.*, 1955, p. 257; P. VAN OMMESLAGHE, « Le maintien du capital de la société anonyme », *Ann. Dr. Lv.*, 1985, p. 18; Cass., 6 octobre 1959, *R.C.J.B.*, 1960, p. 312.

²⁶¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op.cit.*, p. 814.

aux actions de la société²⁶². Ceci démontre le souci du législateur d'éviter l'autocontrôle et de protéger ceux qui ont placé des fonds à risque dans la société²⁶³. Troisièmement, le régime juridique ne s'applique pas aux sociétés dont le principal établissement est situé en dehors de la Belgique, et ce même si leurs titres sont cotées en Belgique²⁶⁴.

Dans le paragraphe suivant, nous présenterons brièvement le régime juridique de cette opération en nous concentrant plus particulièrement sur les éléments pertinents pour l'objet de ce mémoire qui se trouvent essentiellement dans l'article 620 du Code des sociétés. Précisons toutefois que les articles suivants prévoient également d'autres règles auxquels doivent répondre les acquisitions de titres propres. Pour ces règles, nous renvoyons le lecteur aux articles 621 et suivants du Code des sociétés.

Section 2: Le régime juridique de l'acquisition de titres propres

En vertu de l'article 620 du Code des sociétés, §.1^{er}, al. 1, cette opération nécessite une intervention préalable de l'assemblée générale: celle-ci doit en effet accorder une habilitation ponctuelle au conseil d'administration aux conditions de quorum et de majorité prévues pour la modification de l'objet social (article 559 du Code des sociétés). Le cinquième alinéa de l'article prévoit quant à lui que l'assemblée générale ou les statuts fixent notamment le nombre maximum d'actions, de parts bénéficiaires ou de certificats à acquérir, la durée pour laquelle l'autorisation est accordée (qui ne peut excéder cinq ans), ainsi que les contre-valeurs minimales et maximales. L'article 620, §.1, al. 1, 2^o précise que « *La valeur nominale ou, à défaut, le pair comptable des actions ou parts bénéficiaires acquises ou des actions ou parts bénéficiaires auxquels se rapportent les certificats, y compris celles que la société aurait acquises antérieurement et qu'elle aurait en portefeuille, celles acquises par une société filiale contrôlée directement au sens de l'article 5, § 2, 1^o, 2^o et 4^o, ainsi que celles acquises par une personne agissant en son nom propre mais pour le compte de cette filiale ou de la société anonyme, ne peut dépasser 20 % du capital souscrit.* »²⁶⁵. L'article 620, §.1, al. 1, 3^o ajoute que les sommes affectées à cette acquisition augmentées du montant prévu pour les actions acquises antérieurement par la société et qu'elle aurait en portefeuille et les actions acquises par une personne en nom propre mais pour compte de la société anonyme doivent être susceptibles d'être distribuées conformément à l'article 617. Cette condition vise à

²⁶² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op.cit.*, p. 812.

²⁶³ C. EVERS, B. FERON, B. MALVAUX, T. PARTSCH, B. TAVERNIER et P. TYTGAT, *Le rachat d'actions propres, Aspects financiers, juridiques, comptables et fiscaux*, Bruxelles, Kluwer, 2001, p. 58.

²⁶⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op.cit.*, p. 812.

²⁶⁵ Loi du 7 mai 1999 contenant le Code des sociétés, art. 620, §.1, al. 1, 3^o, *M.B.*, 6 août 1999, p. 29440.

réglementer la constitution de la réserve indisponible²⁶⁶. Cependant, le financement effectif du « rachat » pourrait avoir lieu au moyen de capitaux empruntés à cet effet²⁶⁷. L'article 620, §.1, al. 1, 4° ajoute que l'acquisition ne pourra porter que sur des actions entièrement libérées. Afin de protéger les actionnaires minoritaires, l'article 620, §.1, al. 1, 5° prévoit que l'opération devra respecter l'égalité des actionnaires, c'est-à-dire être ouverte à tous, sauf décision contraire prise à l'unanimité par une assemblée générale à laquelle tous les actionnaires étaient présents ou représentés²⁶⁸.

La F.S.M.A. dispose d'une compétence de contrôle en la matière pour les sociétés cotées ou celles dont les titres sont admis aux négociations sur un M.T.F. (*Multilateral trading facility*). En effet, en vertu de l'article 620, §.2, les sociétés cotées et les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un MTF tel que visé à l'article 2, 4°, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers dans la mesure où cette MTF fonctionne sur base d'une négociation quotidienne au minimum et d'un carnet d'ordres central, doivent déclarer à la F.S.M.A. les opérations qu'elles envisagent d'effectuer en application du premier paragraphe de l'article 620. La F.S.M.A. vérifie alors la conformité des opérations de « rachat » avec la décision de l'assemblée générale ou le cas échéant, du conseil d'administration.

Nous voyons donc que jusqu'ici, l'assemblée générale des actionnaires joue un rôle central en la matière car c'est à elle qu'il revient d'habiliter le conseil d'administration de procéder à ce type d'opération. Cependant, comme déjà annoncé dans la première section de ce chapitre, deux tempéraments existent en la matière. Premièrement, l'article 620 §.1, al.2 prévoit qu'une décision de l'assemblée générale n'est pas requise lorsque la société acquiert ses propres actions, parts bénéficiaires ou certificats afin de les distribuer à son personnel. Deuxièmement, si cela a été autorisé dans les statuts conformément à l'article 620, §.1^{er}, al. 3 et 4 du Code des sociétés, pour une période de trois ans, le conseil d'administration pourrait racheter des actions propres, des parts bénéficiaires et des certificats s'y rapportant, sans passer par une décision spéciale de l'assemblée générale, afin d'éviter à la société un

²⁶⁶ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 817.

²⁶⁷ C. FISCHER, *Le rachat d'actions propres et les participations croisées*, Bruxelles, De Boeck Université, 1996, p. 27.

²⁶⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 817; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 471.

dommage grave et imminent. Il est largement considéré en doctrine que le risque de prise de contrôle peut être considéré comme un péril grave et éminent pour la société²⁶⁹.

Nous pourrions à premier abord considérer qu'il s'agit ici d'un tempérament faisant écho à la *Business judgment rule* car l'article autorise le conseil d'administration de mettre en œuvre cette mesure pour protéger la société sans une intervention ponctuelle des actionnaires. Cependant, afin que le conseil d'administration puisse user de cette prérogative, ce sont justement les actionnaires de la société qui autorisent une telle opération par le biais d'une disposition statutaire. Ainsi, comme pour le capital autorisé, nous ne pouvons donc considérer que ce tempérament accorde les pleins pouvoirs au conseil d'administration pour défendre la société contre une offre hostile.

Jacques Meunier et Nicolas de Crombrughe soulignent, et à raison selon nous, que pour les sociétés ayant un actionnariat de référence important, il pourrait être efficace de cumulativement mettre en place les mesures de défense d'acquisition de titres propres et de capital autorisé, qu'elles soient utilisées ultérieurement ou non²⁷⁰. Ainsi, un actionnaire de référence ou un actionnariat bienveillant détenant 35% des droits votes pourrait avec ces deux mesures assez facilement monter à 50% et tenir en échec l'offre hostile²⁷¹. Il a d'ailleurs été constaté que la plupart des sociétés belges cotées ont mis en place ces deux mécanismes de défense²⁷².

Chapitre V: Les droits de souscription ou « Warrants »

Les droits de souscription sont « *des titres qui confèrent à leur détenteur le droit de souscrire, à des conditions fixées au moment de leur émission et au moment déterminé lors de celle-ci, à des actions à créer dans le cadre d'une augmentation de capital* »²⁷³. La loi O.P.A. ne remet pas en cause l'émission de ces titres qui peut s'avérer fort utile en cas d'O.P.A. hostile. En effet, l'exercice de ces *warrants* entraîne une dilution du capital rendant ainsi la prise de contrôle plus onéreuse pour l'offrant²⁷⁴.

Le Code des sociétés consacre cette technique et permet, aux articles 496 et suivants, à la société d'émettre des droits de souscription et les attribuer avec limitation ou suppression

²⁶⁹ P.-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 103.

²⁷⁰ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, p. 161.

²⁷¹ *Ibidem*.

²⁷² *Ibidem*.

²⁷³ P. LAMBRECHT et J.P. DEGUEE, « L'emprunt obligataire » in *Guide juridique de l'entreprise*, 2^e éd., titre IV, livre 48, Waterloo, Kluwer, 2001, p. 35.

²⁷⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 532.

du droit de préférence à des actionnaires de référence ou à des actionnaires « amis » de la société qui pourront les exercer en cas de survenance d'une offre publique d'acquisition²⁷⁵. En principe, la décision d'émettre des droits de souscriptions consiste en une augmentation de capital et revient donc aux organes compétents en la matière: l'assemblée générale ou le conseil d'administration dans le cadre du capital autorisé.²⁷⁶

Cependant, en cas de limitation ou de suppression des droits de préférence l'article 605 du Code des sociétés trouvera à s'appliquer. En vertu de cet article, le capital autorisé ne peut pas être utilisé pour l'émission de droits de souscription réservés à titre principal à une ou plusieurs personnes déterminées, sauf autorisation spéciale de l'assemblée générale²⁷⁷. Nous voyons donc que l'utilisation de ces *warrants* comme mesure défensive est une décision qui devra être prise par les actionnaires de la société. Ainsi, le législateur belge consacre encore une fois le rôle de l'assemblée générale en matière de défense contre les offres publiques.

L'article 500 du Code des sociétés prévoit plusieurs conditions. Premièrement, la durée de ces droits de souscription ne peut dépasser cinq ans. Deuxièmement, les actions créées pendant la période de l'offre, suite à l'exercice des droits de souscription, seront nominatives et leurs détenteurs ne pourront les céder pendant une période de douze mois. Troisièmement, « *les clauses contenues dans les conditions d'émission qui visent à contraindre le détenteur des droits de souscription à exercer ceux-ci sont nulles* ». C'est en vertu de cette règle que l'importance d'attribuer les droits de souscription à des actionnaires « amis » prend tout son sens²⁷⁸. De plus, en vertu de l'article 598 du Code des sociétés, pour les sociétés cotées sur un marché réglementé, l'exercice des droits de souscription ne pourra pas être inférieur à la moyenne du cours des trente derniers jours précédent l'émission des droits de souscriptions en faveur de personnes déterminées.

Chapitre VI: Les restrictions à la cessibilité des titres

Même si dans une société anonyme le principe est la libre négociabilité des titres, il est toutefois possible de limiter statutairement ou conventionnellement leur cessibilité²⁷⁹. Ces clauses ont généralement pour but d'empêcher un tiers indésirable, tel un concurrent, de

²⁷⁵ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 162.

²⁷⁶ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 532.

²⁷⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 533.

²⁷⁸ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 162.

²⁷⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 554.

s'introduire dans le capital de la société afin d'éviter une modification du pouvoir²⁸⁰. Nous voyons donc toute leur importance dans le contexte d'une O.P.A. hostile.

Le Code des sociétés prévoit trois types de clauses: les clauses d'inaliénabilité, les clauses d'agrément et les clauses de préemption. Leur régime juridique est consacré dans les articles 510 à 512 du Code. Nous ne devrions cependant pas oublier que ces mesures seront neutralisées dans le cas où la société opte pour le régime *opt-in* figurant à l'article 46 de la loi O.P.A. de 2007, sans préjudice du principe de réciprocité figurant à l'article 47 de la même loi.

Section 1: Les clauses d'inaliénabilité

Il s'agit de la conclusion d'un accord statutaire ou conventionnel entre les actionnaires d'une société en vertu duquel ceux-ci s'engagent à ne pas céder leurs titres pendant une période donnée²⁸¹. L'interdiction peut être générale ou viser les cessions à certaines personnes déterminées, tels des concurrents de la société²⁸². Ce type de clause peut constituer une mesure de défense utile dans la mesure où les actionnaires qui y sont soumis ne pourront céder leur titres, ni dans le cadre d'une O.P.A. volontaires ni, selon certains auteurs en cas d'O.P.A. obligatoire²⁸³. Cependant, d'autres auteurs²⁸⁴ soulignent que la solution est douteuse en cas d'O.P.A. obligatoire, car selon la Cour de Cassation, le régime de celle-ci relèverait de l'ordre public²⁸⁵.

L'article 510 du Code des sociétés prévoit que les clauses d'inaliénabilité doivent être limitées dans le temps et justifiées par l'intérêt social à tout moment.

En ce qui concerne la limitation dans le temps, la condition doit s'apprécier au cas par cas et de manière raisonnable: l'engagement peut être pris pour une longue période mais il faut avoir égard à la règle selon laquelle nul ne peut s'engager à vie²⁸⁶. Si une clause d'inaliénabilité n'est pas limitée dans le temps, elle sera sans effet car, conformément au droit commun, un contrat à durée indéterminée peut être résilié unilatéralement à tout moment,

²⁸⁰ *Ibidem*.

²⁸¹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 157.

²⁸² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 557.

²⁸³ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 157.

²⁸⁴ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALLI, *op. cit.*, p. 98.

²⁸⁵ Cass., 10 mars 1994, *Pas.*, 1994, I, p. 237.

²⁸⁶ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 572; H. GEINGER, « continuïteitverkerende constructies in de naamloze vennootschap: overdrachtsbeperkingen m.b.t. de aandelen en stemafspraken » in *De gewijzigde vennootschap swet 1995*, Anvers, Kluwer, 1996, p. 417.

moyennant un préavis raisonnable²⁸⁷. Il en va de même pour les conventions à terme fixe assorties d'une clause de prorogation à durée indéterminée ou d'une clause de prorogation pour un nombre indéfini de nouveaux termes²⁸⁸.

Pour ce qui est de la justification par l'intérêt social à tout moment, cette exigence pose plusieurs difficultés. Tout d'abord, la notion de l'intérêt social, tel qu'on a déjà vu précédemment, est un concept à géométrie variable et prête à confusion (surtout après le retournement de jurisprudence opéré par la Cour de cassation en 2013). De plus, l'exigence de justification par l'intérêt social à tout moment rend les clauses d'inaliénabilité fragiles car elles sont susceptibles d'être remises en cause à tout moment par les actionnaires²⁸⁹. Ainsi une clause d'inaliénabilité pourrait être mise de côté dans le cadre d'une O.P.A. si l'on considère que le changement de contrôle de la société serait bénéfique pour l'intérêt des actionnaires présents et futurs.

Section 2: Les clauses d'agrément et de préemption

§.1: Généralités

Au moyen d'une clause d'agrément, les statuts d'une société ou des conventions d'actionnaires peuvent empêcher le transfert d'actions à un offrant éventuel en prévoyant que tout actionnaire doit au préalable obtenir l'agrément d'un organe de la société qui peut être le conseil d'administration, l'assemblée générale ou un syndicat d'actionnaires²⁹⁰. Contrairement à la France, les clauses d'agrément entre actionnaires sont autorisées en Belgique²⁹¹. Les clauses de préemption, quant à elles, donnent à un conseil d'administration ou à un groupe d'actionnaires le droit de proposer un acquéreur à qui la préférence sera donnée dans le cas où un actionnaire viendrait à vouloir céder les parts qu'il détient dans la société²⁹².

Tout comme pour les clauses d'inaliénabilité, les clauses d'agrément et de préemption ne sont opposables aux tiers que dans la mesure où elles sont mentionnées dans les statuts de la société ou si elles sont connues de l'acquéreur dans le cas de restrictions sous seing privé à

²⁸⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 572.

²⁸⁸ *Ibidem*; B. FERON, « Les conventions d'actionnaires après la loi du 13 avril 1995 », *R.D.C.*, 1996, p. 685.

²⁸⁹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 157.

²⁹⁰ A. HELDENBERGH, K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 21.

²⁹¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op.cit.*, p. 555; Y. GUYON, *Traité des contrats, les sociétés*, 5^e éd., Paris, L.G.D.J., 2002, p. 331.

²⁹² J. ANTOINE et M.-C. CAPIAU-HUART, *op. cit.*, p. 325.

la cessibilité²⁹³. De plus, ces clauses doivent être conformes à l'article 510 du Code des sociétés qui dispose que lorsque la limitation de la cessibilité des titres résulte d'une clause d'agrément ou d'une de préemption, l'application de ces clauses ne peut aboutir à ce que l'incessibilité soit prolongée plus de six mois à dater de la demande d'agrément ou de l'invitation d'exercer le droit de préemption.

§.2: Le sort des clauses d'agrément et de préemption en cas d'O.P.A.

En cas d'O.P.A., ces clauses peuvent être appliquées en Belgique. En effet, comme précisé *supra.*, le législateur a préféré le choix de la faculté d'*opt-out* pour le principe de neutralisation des accords statutaires ou conventionnels en matière de restriction aux transferts de titres ou à l'usage du droit de vote prévu par la directive O.P.A.²⁹⁴. Néanmoins, le législateur belge a tout de même décidé de prévoir certaines règles supplémentaires qui s'appliqueront à ces clauses en cas d'offre publique d'acquisition. L'article 511 du Code des sociétés dispose ainsi que dès le moment où la société cible a reçu l'information de la F.S.M.A. selon laquelle un avis d'O.P.A. la concernant lui a été adressé, et en cas de refus d'agrément ou d'application des clauses de préemption empêchant le transfert des titres à l'offrant, les titulaires des titres doivent se voir proposer, dans les cinq jours de la clôture de l'offre, le pouvoir de transférer leurs titres à un prix au moins équivalent à celui de l'offre, par une personne agréée ou à l'égard de laquelle le droit de préemption ne serait pas invoqué²⁹⁵. Précisons toutefois que les dispositions de cet article n'ont jamais été utilisées depuis la mise en place de la législation O.P.A. de 1989²⁹⁶.

Selon certains auteurs, le refus d'agrément ou l'application des clauses de préemption devront donner lieu au lancement, par une personne ayant l'agrément de la société ou à l'égard de laquelle les titulaires du droit de préemption n'invoqueraient pas ce dernier d'une contre-offre publique d'acquisition portant sur tous les titres de la société visée²⁹⁷. Cependant d'autres auteurs considèrent que ce scénario ne s'appliquerait par exemple pas dans le cas où un droit de préemption contractuel serait convenu entre deux actionnaires sur un nombre

²⁹³ B. FERON, *op. cit.*, p. 691.

²⁹⁴ A. AUTENNE, *op. cit.*, p. 431.

²⁹⁵ P. HAINAUT-HAMENDE, *La société anonyme. Deuxième partie: Opérations sur le capital. Emissions publiques. Transformation. Fusion – Scission*, Tome XII, Droit commercial et économique, Livre 3/2, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 346.

²⁹⁶ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op.cit.*, p. 163.

²⁹⁷ *Ibidem*; L. SIMONT et P.-A. FORIERS, « Deux questions en matière d'offre publique », in *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruylant, Bruxelles, 2004, p. 901.

limité d'actions²⁹⁸. Notons également que si l'on suit les auteurs prônant l'application d'une contre-offre, l'article 37 de l'arrêté royal O.P.A. dérogerait à l'article 511 et imposerait que le prix d'une contre-offre ou d'une surenchère doive excéder d'au moins 5 % celui de la (dernière) offre, contre-offre ou surenchère²⁹⁹. Si nous suivons cette logique, nous voyons directement que l'efficacité de ses mesures de défense sera amoindrie au vu du coût important qui résulterait de la mise en œuvre de ces clauses.

Cependant, l'article 512 du Code des sociétés prévoit une mesure qui pourrait s'avérer efficace en vue de contrer une O.P.A.³⁰⁰. Cet article prévoit que les clauses d'agrément, et non de préemption, figurant dans les statuts, les actes authentiques d'émission d'obligations convertibles ou de droits de souscription (cela ne concerne donc pas les clauses d'agrément conventionnelles), pourront être opposées à l'offrant dans le cas où le refus d'agrément soit justifié par l'application constante et non-discriminatoire des règles d'agrément adoptées par le conseil d'administration de la société cible et communiquées à la F.S.M.A. avant la réception de l'avis O.P.A.³⁰¹. Certains auteurs considèrent que ce texte rend d'autant plus efficace ces clauses qu'il n'interdit pas des modifications de la politique d'agrément pour autant que celles-ci soient notifiées à la F.S.M.A. et que la politique reste dans le futur non discriminatoire, de sorte qu'un offrant qui se verrait refuser l'agrément ne pourrait se plaindre du fait qu'il aurait pu en bénéficier par le passé³⁰².

Notons qu'une transparence est exigée en la matière: l'article 28 de l'arrêté royal O.P.A. oblige le conseil d'administration de la société cible d'indiquer dans son avis sur le projet d'O.P.A. dans quelle mesure les clauses d'agrément et de préemption sont susceptibles de s'appliquer³⁰³.

Nous voyons donc que ces mesures de défense peuvent s'avérer utiles en cas d'O.P.A. hostile, d'autant plus que le conseil d'administration peut jouer ici un rôle clé. Cependant, nous avons constaté que l'article 511 du code des sociétés, dans un but de protection des actionnaires, les rend onéreuses pour la société cible (sauf en ce qui concerne les clauses d'agrément visées à l'article 512).

²⁹⁸ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 164.

²⁹⁹ *Ibidem*.

³⁰⁰ *Ibidem*.

³⁰¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 570.

³⁰² J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op.cit.*, p. 164; P.-A FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALLI, *op. cit.*, p. 101.

³⁰³ A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 21.

Chapitre VII: La certification de titres

La certification de titres, introduite en droit belge par une loi du 15 juillet 1998 et régie par l'article 503 du Code des sociétés, permet à une personne morale (l'émetteur) d'émettre des certificats se rapportant aux actions de la société visée en contrepartie du transfert de la propriété de ces actions à l'émetteur des certificats qui conservera cette propriété et qui s'engage à reverser tout produit ou revenu de ces actions à une autre personne (le titulaire)³⁰⁴.

Ce mécanisme permet une scission entre les droits de vote et les droits financiers³⁰⁵: les titulaires des certificats auront les droits patrimoniaux et les droits de vote seront exercés par l'émetteur des certificats³⁰⁶. Ainsi, la certification permet de concentrer entre les mêmes mains les titres qui pourraient autrement être dispersés entre plusieurs personnes, dont on ne peut jamais prévoir avec certitude quelle serait leur réaction en cas d'offre hostile³⁰⁷.

Le premier alinéa de l'article 503 du Code des sociétés, qui régit ce mécanisme, distingue deux modes de certifications: celui par lequel une personne morale conserve ou acquiert, à titre gratuit ou à titre onéreux, la propriété des titres auxquels se rapportent les certificats³⁰⁸. Dans les deux cas, un certificat (nominatif, au porteur (sauf si l'action sous-jacente est nominative) ou dématérialisé) sera remis au titulaire et constatera la créance de ce dernier contre l'émetteur³⁰⁹. Le premier alinéa de l'article 503 dispose encore que les titres pouvant donner lieu à la certification sont des actions, parts bénéficiaires, des obligations convertibles ou des droits de souscription. Précisons que l'émetteur des certificats ne peut pas, sauf clause contraire, céder les titres auxquels ils se rapportent. Nonobstant toute clause contraire, la cession est interdite si l'émetteur a fait appel public à l'épargne.

L'article 503 prévoit que la certification peut se faire avec ou sans la collaboration avec la société dont les titres sont certifiés. Les travaux parlementaires précisent à cet égard que pour apporter sa collaboration à la certification, la société doit avoir la volonté de promouvoir l'opération, soit qu'elle en ait pris l'initiative, soit qu'elle supporte les frais de la certification ou encore qu'elle participe directement ou indirectement à l'administration de

³⁰⁴ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 156; C. GRÜN, « Le point sur la certification de titres émis par une société anonyme », *D.A.O.R.*, n° 76, 2005/4, p. 291.

³⁰⁵ C. GRÜN, *op. cit.*, p. 292.

³⁰⁶ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 156

³⁰⁷ *Ibidem.*

³⁰⁸ C. GRÜN, *op. cit.*, p. 291.

³⁰⁹ *Ibidem*

l'émetteur³¹⁰. L'article 537 du Code des sociétés énonce que seuls les titulaires des certificats émis en collaboration avec la société peuvent faire valoir leur droit de participer aux assemblées générales mais avec une voix consultative uniquement³¹¹.

L'article prévoit encore que « *les certificats sont, sauf disposition contraire, échangeables en actions, parts bénéficiaires, obligations ou droits de souscription auxquels ils se rapportent.* ». L'article poursuit en énonçant que les clauses interdisant l'échange peuvent être limitées dans le temps. Précisions qu'avant une loi du 28 janvier 2003, la non-échangeabilité des titres devait être limitée dans le temps. L'article poursuit en précisant que nonobstant toute convention contraire, l'échange pourra être obtenu à tout moment par les titulaires des certificats si l'émetteur manque à ses obligations ou s'il méconnaît gravement les intérêts des titulaires.

L'entité émettant les certificats pourra être une personne morale belge ou étrangère³¹². Les résidents belges ont eu recours pendant de nombreuses années au droit néerlandais et à la *stichting administratiekantoor* dans la mesure où jusqu'en 1998 le droit belge n'organisait pas la technique de certification³¹³. Notons cependant qu'encore aujourd'hui la *stichting* de droit néerlandais est souvent utilisée et ce pour sa souplesse et par force de tradition, même si le droit belge a introduit par la loi du 2 mai 2002 la fondation de droit privée qui avait pour but de concurrencer le véhicule de droit néerlandais³¹⁴.

Pour ce qui est de la certification en tant que mécanisme de défense anti-O.P.A., nous pouvons nous référer à l'étude faite par A. Fontaine et M. Van Der Haegen en 1999 où ils écrivirent que « *la certification des titres n'aura cependant un effet dissuasif pour un potentiel promoteur d'une OPA hostile que si: 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; 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 générale de*

³¹⁰ Doc. Parl., Ch. Repr, sess.ord. 1997-1998, n° 1430/1, p. 8

³¹¹ C. GRUN, *op. cit.*, p. 294.

³¹² J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 157

³¹³ C. ALTER et A. VANHOUDENHOVEN, « Maintien du contrôle par la famille- Administratiekantoor en droit belge » in *Les personnes morales- Dissolution*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 57.

³¹⁴ C. ALTER, A. VANHOUDENHOVEN, *op. cit.*, p. 58.

la société concernée; d) les détenteurs de certificats ne peuvent librement demander l'échange de leurs certificats contre des actions sous-jacentes »³¹⁵.

La technique de certification favorise ainsi la continuité des entreprises et la stabilité du management: les actionnaires actifs ou les dirigeants conserveront le pouvoir de décision tandis que les titulaires bénéficieront des revenus des certificats qui ne permettront pas d'intervenir dans la gestion de la société³¹⁶. Il s'agit donc d'une technique redoutable permettant de mettre une société à l'abri d'une offre hostile à condition de respecter les 4 points susmentionnés.

Chapitre VIII: La Défense « White Knight »

Section 1: Le principe

Contrairement à ce que l'on pourrait croire à premier abord en rencontrant ce terme à connotation épique dans la presse financière, cette « *défense* » anti-O.P.A. est relativement banale et est plus facile à appliquer au niveau juridique que les différentes mesures vues précédemment. Précisions que la mise en œuvre de celle-ci ne sera pas empêchée dans le cas où la société cible fait le choix du régime *opt-in* prévu à l'article 46 de la loi O.P.A. de 2007.

Lorsqu'une O.P.A. est lancée, et avant la clôture de celle-ci, un concurrent à l'offrant peut se révéler et s'y opposer en lançant une offre concurrente³¹⁷. Ce concurrent peut être sollicité par la société cible et interviendra alors pour sauver celle-ci. Il sera alors considéré comme un « Chevalier blanc ». La recherche d'un tel concurrent « *amical* » constitue précisément une mesure de défense³¹⁸. Ce mécanisme n'est pas dénué d'ambiguïté car il aboutit à un changement de contrôle de la société au vu du fait que les actionnaires majoritaires et les dirigeants de la société acceptent de céder ou partager le contrôle avec le groupe « *ami* »³¹⁹. De plus, ce concurrent de l'offrant pourrait être mû par ses propres intérêts et pourrait vouloir lui-même prendre le contrôle de la société de manière hostile. Il sera dès lors considéré comme « Chevalier noir » et nous ne pourrions plus véritablement parler de mécanisme de défense.

³¹⁵ M. VAN DER HAEGEN et A. FONTAINE, « La certification comme moyen de défense contre les OPA », *Rev. prat. soc.*, 1999, p. 64.

³¹⁶ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT et PH. MALHERBE, *op. cit.*, p. 546.

³¹⁷ R. WITTERWULGHE, *op. cit.*, 1988, p. 30.

³¹⁸ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, p. 165.

³¹⁹ R. WITTERWULGHE, *op. cit.*, 1988, p. 45.

Que le Chevalier soit blanc ou noir, la lutte pour le pouvoir prendra la forme d'une succession de sollicitations et les actionnaires minoritaires vont bénéficier de la surenchère de prix³²⁰. Ce système de surenchères peut être vu d'un point de vue de l'intérêt général comme un processus sélectif d'allocation efficace des ressources³²¹.

Le législateur belge n'a pas laissé ce type de mécanisme sans réglementation: ces offres concurrentes devront répondre aux conditions relatives aux contre-offres telles que définies dans les articles 37 à 41 de l'arrêté royal O.P.A du 27 avril 2007³²². En vertu de l'article 39, l'avis annonçant l'intention de lancer une contre-offre ou de surenchérir est rendu public deux jours au moins avant l'expiration de la période d'acceptation de la dernière offre, contre-offre ou surenchère. En vertu de l'article 37, le prix d'une contre-offre ou d'une surenchère doit excéder d'au moins 5 % celui de la (dernière) offre, contre-offre ou surenchère. Une autre disposition importante, digne d'être citée ici, est l'article 40, §.2 qui prévoit que la société visée devra veiller à assurer une égalité de traitement en ce qui concerne l'information fournie aux différents offrants. Pour le reste, nous renvoyons aux articles de l'arrêté royal.

Section 2: Illustration belge

L'histoire des offres publiques d'acquisition belge a déjà connu la mise en œuvre d'un tel mécanisme dans le contexte de l'O.P.A de Benedetti sur la *Société générale* (cfr. Chapitre 2 de la première partie de la présente étude). En effet, l'augmentation de capital nocturne ne fut pas la seule mesure de défense qui a été mise en œuvre dans le cadre de cette affaire. Le 25 janvier 1988, André Leysen, dirigeant du holding *Gevaert* annonce qu'il se porte acquéreur des titres émis dans le cadre du capital autorisé, soit 30% des titres de la *Société générale*, afin de consolider l'ancrage belge de la société³²³. Durant les quelques jours qui suivent, il multiplie les contacts et constitue autour de lui un groupe hétérogène de sociétés prêtes à investir dans la *Société générale*³²⁴. Malheureusement pour lui, il n'arrive pas à fédérer autour de lui assez de groupes financiers qui seraient prêts à parler d'une même voix. Nous avons donc ici un premier Chevalier blanc dans cette affaire, certes malheureux. Mais alors un second Chevalier blanc entra en jeu: la société française Suez. Avec l'aide des *Assurances*

³²⁰ R. WITTERWULGHE, *op. cit.*, 1988, p. 30.

³²¹ *Ibidem*.

³²² Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, art. 37 à 41, *M.B.*, 23 mai 2007, p. 27736; J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op.cit.*, p. 165.

³²³ A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 14.

³²⁴ F. COLLON, « Il y a vingt ans... l'OPA sur la Société Générale de Belgique », *C.J.B.B.*, n°4, 2008, p. 9.

Générales, filiale de la *Société générale*, dirigée par Maurice Lippens, le groupe *Suez* va développer un projet concurrent à celui de Leysen et tâcher de constituer une majorité afin de tenir tête à Benedetti³²⁵. En effet, le 3 février 1988, *Suez* déclare posséder 10% du capital de la *Société générale de Belgique* et poursuit les acquisitions³²⁶. Le 7 mars 1988, un huissier de justice constate que l'ensemble des actionnaires stables ayant signé des « *accords précis et durables* » avec *AG* et *Suez* représentent 51.3 % du capital de la *Société générale*³²⁷. En réponse à cela, *Cérus* rend publique un accord signé avec *Cobepa* et *Gevaert*³²⁸.

L'histoire se solde lors de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires tenue à Bruxelles le 14 avril 1988. Lors du vote de la désignation du nouveau conseil d'administration les candidats proposés par *AG-Suez* sont élus avec 17,7 millions des voix. Les candidats du groupe De Benedetti qui n'ont obtenu que 14,2 millions de votes ne sont pas élus³²⁹. Suite à cette défaite, le groupe *Cerus* revend en juin 1988 6 millions de parts de réserve à *Sodecom* et 1,75 million à *Suez* et Benedetti obtient un poste de vice président, une répartition des sièges au conseil d'administration et le renforcement de la position de *Cérus* dans le capital de *Suez*³³⁰. Donc à vouloir se défendre contre un offrant italien, la Belgique a vu sa holding principale tomber, en partie, entre des mains françaises. L'encrage belge de la société n'était donc pas destiné à avoir lieu.

Conclusion

Nonobstant le faible contentieux en Europe et plus particulièrement en Belgique en matière de défense contre les offres publiques d'acquisition, nous pouvons constater au terme de ce mémoire qu'il ne s'agit pas d'un sujet sans importance. À l'échelle belge, nous pouvons constater que les mesures de défense étaient au cœur du dossier De Benedetti, la plus importante O.P.A. que ce pays ait connu et qui a eu pour conséquence la première réglementation belge en matière d'offres publiques d'acquisition. À l'échelle européenne, nous avons vu lors de l'analyse de l'élaboration de la directive O.P.A. que les débats sur les mesures de défense ont résulté en 14 années de négociations et en trois propositions de directive. Nous constatons donc qu'il s'agit d'un sujet sensible et non de moindre importance. Au terme de ce mémoire nous avons répondu aux deux questions phares en la matière qui

³²⁵ *Ibidem*.

³²⁶ A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 14.

³²⁷ F. COLLON, *op. cit.*, p. 9.

³²⁸ A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 14.

³²⁹ F. COLLON, *op. cit.*, p. 14.

³³⁰ A. HELDENBERGH et K. COMBLÉ, *op. cit.*, p. 14.

constituaient les deux fils conducteurs de notre étude: quel est l'organe compétent au sein de la société pour défendre celle-ci en cas d'offre publique d'acquisition hostile et par quels moyens?

Dans la première partie de ce mémoire, nous avons vu les deux approches possibles concernant l'attitude du conseil d'administration en matière de mesures de défense: la règle de passivité et la *Business judgment rule*. Nous avons constaté que chacune de ces approches peut être appropriée en fonction des buts économiques poursuivis par un pays donné et des caractéristiques propres des sociétés sur son territoire, tel que le niveau de concentration de leur actionnariat. D'une part, le principe de passivité trouvera à s'appliquer dans un pays qui veut favoriser la survenance et le bon déroulement des O.P.A. et dont les sociétés ont un actionnariat concentré. D'autre part, la *Business judgment rule* sera plus propice dans un pays voulant éviter les prises de contrôle et dont les sociétés ont un actionnariat morcelé. Nous constatons au terme de l'analyse des régimes juridiques belges, français et luxembourgeois que ces deux principes trouvent un écho dans les règles applicables en matière de défense anti-O.P.A.. En effet, nous avons vu qu'aucun de ces trois pays ne consacre pleinement ni le principe de passivité, ni la *Business judgment rule*, que ce soit avant ou après la transposition de la directive O.P.A..

Nous avons relevé que les réglementations diverses et variées des Etats membres en matière d'O.P.A. constituaient un frein à l'intégration économique et financière européenne. Ceci a poussé la Commission à vouloir établir un *level playing field* en la matière afin d'avoir les mêmes règles de jeu dans tous les Etats membres. La Commission et le groupe « Winter » voulaient promouvoir un régime juridique propice aux O.P.A. en instaurant les principes de passivité et de neutralisation des mécanismes de protection. Mais comme nous l'avons constaté, les différences culturelles, juridiques et économiques entre les pays de l'Union européenne faisaient que la recherche de règles communes dans une matière tellement sensible était compromise dès le départ. C'est ainsi que le compromis, qui a finalement permis l'adoption de cette directive, plus de 14 ans après le début de sa gestation, était de réduire la portée de ces principes et de les rendre optionnels pour les Etats membres et les sociétés concernées. Au vu du fait que peu de pays et de sociétés ont consacré les deux principes susmentionnés, certains peuvent y voir un échec de l'Union Européenne: en effet, des règles communes en la matière ne furent pas établies et dès lors le *level playing field* recherché ne fut pas instauré.

Ceci appelle plusieurs remarques de notre part. Tout d'abord, au vu des circonstances de l'époque (qui n'ont guère véritablement changées), nous pensons qu'il était impossible pour la Commission européenne de convaincre la totalité des Etats membres sur une question aussi délicate, chacun d'entre eux ayant un agenda économique propre. Ainsi, le régime optionnel en matière de mesures de défense était nécessaire pour l'adoption de la directive. Par ailleurs, la directive prévoit de nombreuses autres règles en matière d'offres publiques d'acquisition qui n'auraient pas pu voir le jour sans un compromis sur le sujet des mesures de défense.

De plus, nous pouvons constater ces dernières années des actions prises par l'Union Européenne en vue de développer ses marchés financiers afin de trouver une source de financement alternative au système bancaire. Des règles disparates en matière de mesures de défense anti-O.P.A. nous semblent être contradictoires avec les objectifs poursuivis. Si nous assisterons un jour à un développement des marchés financiers européens comparable à celui présent aux Etats-Unis, nous pensons que l'Union Européenne devra revisiter la directive O.P.A. et prévoir des règles communes en la matière, applicables à tous les Etats membres. Il serait même judicieux d'éventuellement abandonner les règles de passivité et de neutralisation pour s'aligner sur ce que nous pouvons constater outre-Atlantique. En effet, peu de sociétés voudront s'installer dans l'Union Européenne et se faire coter sur ses marchés financiers si elles seront des proies faciles pour les offres publiques d'acquisition. Mais encore une fois, ceci dépendra du climat politique et économique qui pourra être observé dans l'avenir.

Dans la seconde partie de ce mémoire, nous avons fourni un panorama des principales mesures de défense anti-O.P.A. en droit belge afin de montrer le régime juridique qui leur est applicable et les organes sociaux actifs en la matière. Pour la plupart des mesures de défense examinées, afin de protéger les actionnaires contre des décisions arbitraires du conseil d'administration, le législateur a prévu un régime juridique spécifique en cas d'offre publique.

Nous avons commencé par préciser que lorsque le conseil d'administration d'une société met en œuvre des mécanismes de défense, il devra toujours avoir égard à l'intérêt social qui, comme nous le savons, est un concept à géométrie variable. Soulignons que l'appréciation du juge à posteriori des décisions du conseil d'administration ne peut être que marginale et que la défense contre une O.P.A. pourrait facilement être justifiée par l'intérêt des actionnaires présents et futurs.

Nous avons entamé l'analyse par les opérations portant sur le patrimoine de la société. Pour ce qui est des clauses de changement de contrôle, cette compétence est réservée à l'assemblée générale des actionnaires par l'article 556 du Code des sociétés. Cependant nous avons vu qu'il existe une doctrine minoritaire qui considère que l'article ne s'applique pas aux clauses dictées uniquement par le caractère *intuitu personae* que le cocontractant de la société entend conférer à ses relations d'affaire avec celle-ci. Cette mesure de défense respecte donc clairement le principe de passivité de l'organe de gestion. En ce qui concerne les opérations affectant le patrimoine de la société, l'article 557 du Code des sociétés réserve également l'application de cette mesure de défense à l'actionnariat de la société cible. Cependant, l'article prévoit un tempérament important. En effet, le conseil d'administration pourrait mener à bien des « *opérations suffisamment engagées* » avant la communication de l'avis O.P.A.. Nous avons relevé qu'il n'y a actuellement aucune jurisprudence concernant ces termes imprécis et que donc le conseil d'administration pourrait avoir une grande marge de manœuvre en la matière. Cet article ne consacre donc pas pleinement le principe de passivité du conseil d'administration.

Nous avons ensuite analysé différentes mesures affectant le capital de la société. La technique du capital autorisé laisse la possibilité au conseil d'administration d'augmenter le capital de la société afin de diluer la participation de l'offrant et de rendre l'acquisition plus onéreuse. Que ce soit en cas d'O.P.A. ou non, le conseil d'administration devra de toute façon recevoir une habilitation de la part des actionnaires de la société. Le régime juridique ne consacre donc pas le principe de passivité du conseil d'administration mais n'exclut pas non plus l'intervention des actionnaires en la matière. La technique d'acquisition de titres propres suit la même logique: en vertu de l'article 620 du Code des sociétés, le conseil d'administration devra recevoir une autorisation ponctuelle de la part de l'assemblée générale afin de procéder à une telle opération. L'article prévoit également que cette autorisation ponctuelle ne sera pas requise si les statuts de la société habilitent le conseil à acquérir des titres propres de la société afin de lui éviter un dommage grave et imminent. Nous avons vu que la doctrine estime que la survenance d'une O.P.A. rentre dans cette hypothèse. Ainsi, tout comme pour le capital autorisé, le conseil d'administration pourra agir mais uniquement si les actionnaires de la société l'ont habilité à le faire. En ce qui concerne les droits de souscriptions, l'article 605 Code des sociétés prévoit que la société pourra en émettre avec suppression du droit de préférence des actionnaires existants uniquement s'il y a eu une

autorisation préalable de l'assemblée générale. Comme précédemment, nous voyons encore une mesure de défense qui ne peut être prise sans l'intervention de l'actionnariat.

Ensuite, nous avons examiné les restrictions à la libre négociabilité des titres, à savoir, les régimes juridiques des clauses d'inaliénabilité, d'agrément et de préemption. En ce qui concerne les clauses d'inaliénabilité nous avons vu qu'elles doivent être limitées dans le temps et être justifiées par l'intérêt social à tout moment ce qui amoindrit leur pouvoir de défense. Pour ce qui est des clauses d'agrément et de préemption nous avons vu que l'article 511 prévoit qu'en cas d'O.P.A. et en cas de refus d'agrément ou d'application des clauses de préemption empêchant le transfert des titres à l'offrant, les titulaires des titres doivent se voir proposer, dans les cinq jours de la clôture de l'offre, le pouvoir de transférer leurs titres à un prix au moins équivalent à celui de l'offre, par une personne agréée ou à l'égard de laquelle le droit de préemption ne serait pas invoqué. Nous voyons donc que ces clauses peuvent s'appliquer afin de défendre la société mais que leur application aura un coût important. L'article 512 prévoit un régime spécifique en vertu duquel les clauses d'agrément, figurant dans les statuts, les actes authentiques d'émission d'obligations convertibles ou de droits de souscription, pourront être opposées à l'offrant dans le cas où le refus d'agrément soit justifié par l'application constante et non-discriminatoire des règles d'agrément adoptées par le conseil d'administration de la société cible et communiquées à la F.S.M.A. avant la réception de l'avis O.P.A.. Ainsi nous voyons de nouveau un régime où les actionnaires de la société et le conseil d'administration ont tous les deux un rôle à jouer afin de défendre la société contre une offre hostile.

Nous avons ensuite examiné une technique très intéressante qui est la certification de titres. Ce mécanisme qui dissocie les droits de vote des droits financiers, permet de concentrer entre les mêmes mains les titres qui pourraient autrement être dispersés entre plusieurs personnes, dont on ne peut jamais prévoir avec certitude quelle serait la réaction en cas d'offre hostile. Cette technique peut être mise en place aussi bien par l'organe de gestion de la société ou par un actionnaire de référence qui craindrait une prise de contrôle de la société.

Enfin, en ce qui concerne la technique du Chevalier Blanc, nous voyons une mesure de défense entièrement laissée à l'appréciation de l'organe de gestion de la société cible. Cependant, la loi O.P.A. a prévu une série de règles visant à instaurer une transparence et à garantir le meilleur prix aux actionnaires.

Nous voyons donc que le législateur belge a prévu un système juridique dans lequel le conseil d'administration et l'assemblée générale de la société cible devront souvent collaborer ensemble afin de tenir une offre publique en échec. Le conseil d'administration se voit certes reconnaître une série de pouvoirs mais la plupart du temps il ne pourra les exercer qu'avec l'aval de l'actionnariat de la société. Ceci nous amène à la conclusion que dans notre régime juridique, le véritable pouvoir de décision dans la société continue d'appartenir aux actionnaires contrairement à ce que nous pouvons constater dans de nombreuses sociétés outre-Atlantique où le management détient la quasi-totalité des pouvoirs.

Cependant, avec le développement des marchés financiers européens, les choses pourraient changer dans l'avenir car l'actionnariat des sociétés deviendrait plus morcelé et s'apparenterait plus à celui que l'on peut observer aux Etats-Unis. La balance des pouvoirs pourrait donc pencher dans l'avenir vers les organes de gestion des sociétés et nous pourrions assister à la consécration de la *Business judgment rule* dans notre droit, si telle sera la politique retenue au niveau de l'Union européenne.

Bibliographie

Législation

Législation européenne

- Directive n°2004/25/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.C.E*, L 142 du 30 avril 2004, p. 12.

Législation belge

Documents parlementaires

- *Doc. Parl.*, Ch. Repr, sess.ord. 1997-1998, n° 1430/1, p. 8.

Lois

- Loi du 10 juin 1964 sur les appels publics à l'épargne, *M.B.*, 20 juin 1964, p. 6884.
- Loi du 5 décembre 1984 modifiant les lois sur les sociétés commerciales coordonnées le 30 novembre 1935, *M.B.*, 12 décembre 1984, p. 15612.
- Loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 24 mai 1989, p. 8913.
- Loi du 15 juillet 1998 relative à la certification de titres émis par des sociétés commerciales, *M.B.*, 5 septembre 1998, p. 28677.
- Loi du 7 mai 1999 contenant le Code des sociétés, *M.B.*, 6 août 1999, p. 29440.
- Loi du 28 janvier 2003 modifiant le Code des sociétés afin de supprimer l'obligation de limiter dans le temps l'interdiction d'échanger des certificats, *M.B.*, 21 février 2003, p. 8585.
- Loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 26 avril 2007, p. 22378.

Arrêtés royaux

- Arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935 relatif à la Commission bancaire et financière, *M.B.*, 10 juillet 1935, p. 4362.
- Arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés, *M.B.*, 11 novembre 1989, p. 18603.

- Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007, p. 27736.
- Arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, art. 34, *M.B.*, 3 décembre 2007, p. 59785.

Législation luxembourgeoise

- Loi du 23 décembre 1988 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier, *Mémorial A*, N°112, du 24 décembre 1988, p. 2985.
- Loi du 19 mai 2006 portant transposition de la directive du 21 avril 2004 du Conseil européen et du Parlement 2004/25/CE, concernant les offres publiques d'acquisition, *Mémorial A*, N° 86 du 22 mai 2006, p. 1510.

Législation française

- Code de commerce, art. L. 225-123; L. 233 -32, I; L. 233-33, I.
- Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, *JO*, n°78 du 1^{er} avril 2006, p. 4882.
- Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, *JO*, 1^{er} avril 2014, p. 6227.

Jurisprudence

Belgique

Jurisprudence de la Cour de cassation

- Cass., 6 octobre 1959, *R.C.J.B.*, 1960, p. 312.
- Cass., 10 mars 1994, *Pas.*, 1994, I, p. 237.
- Cass., 23 janvier 2003, *R.C.J.B.*, 2003, p. 594.
- Cass., 28 novembre 2013, *Rev. prat. soc.*, 2014, p. 41.

Jurisprudence des Cours d'appel

- Bruxelles, 1^{er} mars 1988, *R.D.C.*, 1988, p. 512.
- Bruxelles (9^e ch.), 13 janvier 2005, *D.A.O.R.*, 2007, p. 204.

Jurisprudence des tribunaux de commerce

- Comm. Bruxelles (réf.), 20 janvier 1987, *Rev. Prat. Soc.*, 1987, p. 85.
- Comm. Bruxelles (réf), 18 janvier 1888, *R.D.C.B.*, 1988, p. 535.
- Comm. Bruxelles (réf), 19 janvier 1888, *R.D.C.B.*, 1988, p. 535.
- Comm. Bruxelles (réf), 9 février 1988, *J.T.*, n° 5488 du 28 mars 1988, p. 4.
- Comm. Hasselt (réf.), 1^{er} mars 1994, *T.R.V.*, 1994, p. 358.

Etats-Unis (Delaware)

- *Unocal. vs Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. Super. 1985).
- *Smith vs Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).
- *Ivanhoe Partners vs Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del.1987).
- *Grobow vs Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988).
- *Cede vs Technicolor Inc.*, 634 A. 2d 345 (1994).
- *Broz. vs Cellular Info. Sys. Inc.*, 673 A.2d 148 (Del.1996).

Doctrine

Belgique

Ouvrages

- ALTER C. et VANHOUDENHOVEN A., « Maintien du contrôle par la famille-Administratiekantoor en droit belge » in *Manuel de planification patrimoniale- Les personnes morales-dissolution*, Bruxelles, Larcier, 2011, pp. 57-82.

- ANTOINE J. et CAPIAU-HUART M.-C., «Les offres publiques d'acquisition » in *Titres et Bourse – Tome 2*, Bruxelles, Larcier Business, 2012, pp. 309 et s.
- AUTENNE A., « Le gouvernement d'entreprise en Belgique » in *The Belgian reports at the Congress of Washington of the International Academy of Comparative Law*, Bruxelles, Bruylant, 2011, pp. 389-444.
- BONNEAU T., *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014.
- GELTER M., « La doctrine française de l'entreprise d'un point de vue comparé » in *L'entreprise dans la société du 21e siècle*, Bruxelles, Larcier, 2013, pp. 85-99.
- CORBISIER I., *La société: contrat ou institution ?*, Bruxelles, Larcier, 2011.
- DAIGRE J.-J., « La transposition de la directive OPA en droit français », in *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, UCL Centre d'études Jean Renauld, Waterloo, Kluwer, 2007, pp. 321-339.
- DE CORDT Y., *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004.
- 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*, UCL Centre d'études Jean Renauld, Waterloo, Kluwer, 2007, pp. 1-51.
- DELLA FAILLE P., *Fusions, acquisition et évaluations d'entreprises- une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001.
- DIEUX X., *Droit, morale et marché*, Bruxelles, Bruylant, 2013.
- EVERS C., FERON B., MALVAUX B., PARTSCH T., TAVERNIER B. et TYTGAT P., *Le rachat d'actions propres, Aspects financiers, juridiques, comptables et fiscaux*, Bruxelles, Kluwer, 2001.
- FISCHER C., *Le rachat d'actions propres et les participations croisées*, Bruxelles, De Boeck Université, 1996.
- FORIERS P.-A., HIRSCH S., MARQUETTE V. et JAFFERALI R., *Les offres publiques d'acquisition – le nouveau régime*, Larcier, Bruxelles, 2008.
- HAINAUT-HAMENDE P., *La société anonyme. Deuxième partie: Opérations sur le capital. Emissions publiques. Transformation. Fusion – Scission*, Tome XII, Droit commercial et économique, Livre 3/2, Bruxelles, Larcier, 2009.

- HAMER PH. et CONEM D., « 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*, UCL Centre d'études Jean Renauld, Waterloo, Kluwer, 2007, pp. 221-248.
- HELDENBERGH A. et COMBLÉ K., *Une décennie d'OPA en Belgique-économie et finance en mutation*, Bruxelles, CRISP, 2002.
- JAKHIAN G., *Les offres publiques d'acquisition-Chronique de jurisprudence 1989-2000*, Les dossiers du Journal des Tribunaux, Bruxelles, Larcier, 2001.
- MABILLE X., TULKENS. C et VINCENT A., *La Société générale de Belgique, 1822-1997 – Le pouvoir d'un groupe à travers l'histoire*, CRISP, 1997.
- MALHERBE J., DE CORDT Y., LAMBRECHT PH. et MALHERBE PH., *Droit des sociétés – Précis*, 4e éd., Bruxelles, Bruylant, 2011.
- VAN DER BEKEN P., « Art.557 » in *Comm V & V.*, Anvers, Kluwer, 2002, pp. 8-10.
- VAN DER HAEGEN, M. et DE CROMBRUGGHE, N., « Les mécanismes de défense en cas d'offre hostile: choix du régime opt-in », in *OPA, analyse et commentaires de la nouvelle législation*, Séminaire Vanham & Vanham du 22 mai 2007, pp. 138 et s.
- WITTERWULGHE R., *L'offre publique d'acquisition au service d'un marché des sociétés- Une analyse droit-économie*, Bruxelles, La renaissance du livre, 1973.
- WITTERWULGHE R., *L'offre publique d'acquisition- une analyse juridique*, Bruxelles, De Boeck, 1988.

Articles et périodiques

- BRUYNEEL A., « Le droit des O.P.A. en 2007 », *J.T.*, 2007, pp. 569-583.
- CAEYMAEX B., « Het toegestaan kapitaal naar Belgisch recht: een overzicht van beperkingen », *T.R.V.*, 1998, pp. 183-215.
- COLLON F., « Il y a vingt ans... l'OPA sur la Société Générale de Belgique », *C.J.B.B.*, n°4, 2008, pp. 5-15.
- COTIGA A., « L'acquisition d'entreprises, par offre publique, dans l'Union européenne », *J.D.E.*, 2011, pp. 257-263.
- CREPLET O. et ANDRÉ DUMONT A.P., « L'affaire Electrabel ou les premières aspérités du nouveau paysage du contentieux en matière d'offres publiques d'acquisition », *Rev. prat. soc.*, 2005, pp. 345-415.

- DAL G.A. et KEUTGEN G., « Le droit des sociétés et la protection contre les OPA inamicales », *Rev. prat. soc.*, 1989, pp. 223-241.
- DALLE M., « Artikel 556 van het Wetboek van vennootschappen is toepasselijk op elk beding inzake controlewijziging (change of control clause) ten laste van een naamloze vennootschap », *T.R.V.*, 2004, pp. 87 et s.
- DEL MARMOL C., « L'achat par une société de ses propres actions », *Rev. prat. soc.*, 1955, pp. 252 et s.
- DE PIERPONT G., « L'importance du capital – évolutions récentes du Code des sociétés », *Rev. prat. soc.*, 2010, pp. 343-382.
- DIEUX X., « Examen de jurisprudence (1990-2003) - Droit financier », *R.C.J.B.*, 2005, pp. 331-411.
- GEENS K., « De nieuwe harmonisatie dynamiek van het vennootschapsrecht: een « eerste klas » begrafenis van het Europeese vennootschapsrecht na vijftig jaar? », *T.R.V.*, 2006, pp. 75-83.
- GEINGER H., « continuïteitverzkerende constructies in de naamloze vennootschap: overdrachtsbeperkingen m.b.t. de aandelen en stemafspraken » in *De gewijzigde vennootschapswet 1995*, Anvers, Kluwer, 1996, pp. 417 et s.
- GRÜN C., « Le point sur la certification de titres émis par une société anonyme », *D.A.O.R.*, n° 76, 2005/4, pp. 291-300.
- FERON B., « Les conventions d'actionnaires après la loi du 13 avril 1995 », *R.D.C.*, 1996, pp. 674-709.
- FRANTZEN J., « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Dr. banc. Fin.*, 2004, pp. 144-153.
- FYON M., « Contrôle et mesures anti-OPA » in *Contrôle, stabilité et structure de l'actionariat*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 291-346.
- FYON M., « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition – (Seconde partie) », *Dr. banc. fin.*, 2007, pp. 242-280.
- LAMBRECHT P. et DEGUEE J.P., « L'emprunt obligataire » in *Guide juridique de l'entreprise*, 2^e éd., titre IV, livre 48, Waterloo, Kluwer, 2001, pp. 1 et s.
- MBAYIM., « Les mesures de défense anti-OPA en droit luxembourgeois », *JurisNews-Droit des sociétés*, Vol. 4, n°5/2011, Bruxelles, Larcier, 2011, pp. 147-150.

- MEUNIER J. et DE CROMBRUGGHE N., « La position de la société cible sous la législation OPA », *D.B.F.-B.F.R.*, 2009, pp. 126-172.
- NEJMAN G., « L'article 17bis de la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition: une disposition à l'herméneutisme symbolique? », *Rev.prat. soc.*, 1998, pp. 57-89.
- NELISSEN GRADE, J.-M., « De dertiende richtlijn betreffende het openbaar overnamebod », *T.R.V.*, 2006, pp. 104-128.
- PAYEN Y. et BROUXEL F., « Defensive strategies and other « poison pills » and « shark repellents » available to the management board of a (target) company under the Luxembourg Law of 19 May 2006 on takeover bids- A Luxembourg reflection on the ability of the management board of Luxembourg listed companies to resist hostile takeovers » in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, Vol. IV, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 1945-2006.
- SCHMITT A., « Les offres publiques d'acquisition au Grand-Duché de Luxembourg », *J.T.*, n° 6231, 2006, pp. 445 et s.
- SCHUMMER L., « Les offres publiques d'achat-Réglementation et pratiques luxembourgeoises » in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, Vol. III, Bruxelles, Larcier, 2004, pp. 1185-1207.
- SIMON J., « OPA: Divine surprise ou faux semblant? », *Euredia*, 2003/3, pp. 329-343.
- SIMONT L. et FORIERS P.-A., « Deux questions en matière d'offre publique », in *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruylant, Bruxelles, 2004, pp. 891 et s.
- TILQUIN T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- Enseignements du droit anglo-saxon », *Rev. prat. soc.*, 1988, pp. 1 et s.
- VAN DEN HOVE B., « Les offres publiques d'acquisition et de retrait en Belgique. Aspects théoriques et pratiques » in *Guide juridique de l'entreprise*, 2^e éd, Titre IV, livre 50, Waterloo, Kluwer, 2008, pp. 1 et s.
- VAN DER HAEGEN M. et FONTAINE A., « La certification comme moyen de défense contre les OPA », *Rev. prat. soc.*, 1999, pp. 42-78.
- VAN DER HAEGEN M., « Le nouveau régime des O.P.A. sous l'influence du législateur européen: exemple d'harmonisation réussie parce qu'imparfaite? », *D.A.O.R.*, 2008, pp. 201-215.

- VAN OMMESLAGHE P., « Le maintien du capital de la société anonyme », *Ann. Dr. Lv.*, 1985, pp. 18 et s.
- 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 », *Rev. prat. soc.*, 2002, pp. 271 et s.

Luxembourg

Articles et périodiques

- RASQUE DA SILVA M., « Les mesures de défense anti-OPA suite à la 13^e directive: une étude à la lumière de l'affaire Arcelor », *ANN. DR. LUX*, 2007-2008, pp. 443-523.
- STEICHEN J-F., « Les offres publiques d'achat et d'échange au Luxembourg », *Jurismag.net*, septembre 2001, pp. 1 et s.

France

Ouvrages

- FAUGÉROLAS L. et SABATIER ST., « Est-il à nouveau nécessaire de réformer les offres publiques d'acquisition ? », in *Mélanges AEDBF- France III*, Paris, Banquet Editeur, 2001, pp. 123-156.
- GUYON Y., *Traité des contrats, les sociétés*, 5^e éd., Paris, L.G.D.J., 2002.

Articles et périodiques

- BARRIÈRE F. et REALS C., « La loi Florange: une loi anti-OPA ? », *Revue des sociétés*, 2014, pp. 279 et s.
- BOMBRUN N. et MOULIN F., « Défenses anti-OPA: le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006 », *Rev. trim. dr. fin.*, 2006/1, pp. 19-26.
- BONNEAU T., « La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition », *J.C.P.*, 2006, I, pp. 134 et s.
- CARREAU D. et LETRÉGUILLY H., « Offres publiques (OPA, OPE, OPR) », *Dalloz.fr*, juin 2012, pp. 1 et s.
- DE BEAUFORT V., « Etude de la proposition sur les offres publiques d'acquisition: application des règles de gouvernance d'entreprise et préservation des modèles alternatif de gouvernance », *Actualités du droit boursier, Bulletin Jolly Bourse*, n°3, mai-juin 2003, pp. 233 et s.

- DOMPE M.-N., « La transposition de la Directive OPA et les principes directeurs des offres », *Droit des sociétés*, 2006, étude 19.
- FORNONI D., « Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange », *RTD Com.*, 2015, pp. 31 et s.
- LECOURT B., « Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA », *Revue des sociétés*, 2007, pp. 192 et s.
- RONTCHEVSKY N. et STORCK M., « L’impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d’acquisition et les sociétés cotées françaises », *RTD. Com.*, 2014, pp. 363 et s.

Royaume-Uni

Ouvrages

- GRANT J., « US Takeover law and practice » in *European Takeovers, the art of acquisition*, London, Euromoney Book, 2005, pp. 360-365.
- MCCAHERY J., RENNEBOOG L., RITTER P. et HALLER S., « The economics of the proposed European Takeover directive » in *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford, Oxford university press, 2004, pp. 575-646.
- VAN GERVEN D., « Rules of Community law applicable to takeover bids » in *Common legal framework for takeover bids in Europe*, vol.1, Cambridge, Cambridge University press, 2008, pp. 1-41.

Pays-Bas

Ouvrages

- PAPADOPOULOS T., *EU law and the harmonization of takeovers in the internal market*, Alphen aan den Rijn, Kluwer law international, 2010.

Articles et périodiques

- HERST A. et REBERS E., « Inkoop van eigen aandelen in Nederland. Theorie versus praktijk », *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, mai 1996, pp. 174-180.
- FLEISHER H., « Golden shares cases », *Common market law review*, vol. 40, 2003, pp. 493 et s.

Etats-Unis

Ouvrages

- LEIGH FRENCH H., *International law of takeovers and mergers*, Santa Barbara, Praeger Publishers, 1986.
- LIPTON M. et STEINBERGER E.H., *Takeovers and freezeouts*, New-York, Law journal press, 1986.

Articles et périodiques

- BEBCHUCK L.A., « Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers », *Harv. L. Rev.*, 1985. pp. 1963 et s.
- EASTGERBOOK F.H. et FISCHER D.R., « The proper role of a target's management in responding to a tender offer », *Harv. L. Rev.*, 1981. pp. 1161- 1204.
- HERZEL L. et HARRIS D., « State anti-takeover laws », *The Company Lawyer*, 1988. pp. 189-191.
- JENSEN M.C. et RUBACK R.S., « The market for corporate control: The Evidence », *Journal of Financial Economics*, 1983. pp. 5-50.
- MACEY J.R. et MCCHESENEY F.S., « A theoretical analysis of corporate greenmail », *Yale Law Journal.*, 1985, pp. 13 et s.

Divers

Union européenne

- Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 2002, p. 3.
- Commission staff working document, *Reporting on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 21 février 2007, doc. sec (2007), p. 268.

Belgique

Rapports de la C.B.F.A (actuellement la F.S.M.A)

- C.B.F.A., *Rapport*, 1970-1971, p. 140.
- C.B.F.A., *Rapport*, 1982-1983, p. 88.
- C.B.F.A., *Rapport*, 1985-1986, p. 59.

- C.B.F.A., *Rapport 1992-1993*, p. 96.
- C.B.F.A., *Rapport 1993-1994*, p. 83.
- C.B.F.A., *Rapport 1997-1998*, pp. 17 et 120.

France

- Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition présidé par Jean-François Lepetit du 27 juin 2005.
- GALOIS L., *Rapport au Premier ministre, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 5 novembre 2012.

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

