

**Université Panthéon-Assas, Paris II**  
Master 2 Recherche de Droit européen comparé



**UNIVERSITÉ  
PANTHÉON-ASSAS**  
- PARIS II -

**Mémoire de recherche**

**LES DEFENSES ANTI-OPA EN DROIT FRANÇAIS ET EN  
DROIT AMERICAIN DES AFFAIRES**

Rendu le 30 août 2016 par

**Eloïse BARBEY**



**HARVARD  
LAW SCHOOL**

Sous la direction de **Monsieur Stéphane TORCK**  
Professeur à l'Université Panthéon-Assas

## **REMERCIEMENTS**

*J'exprime ma profonde gratitude envers le Professeur Stéphane Torck pour avoir accepté de diriger ce mémoire, et pour l'intérêt porté à mon sujet.*

*Je remercie aussi mes parents, qui m'ont soutenue et encouragé durant ces cinq dernières années.*

*Je remercie enfin mes amis pour leur présence et leur soutien affectif, ainsi que pour leurs précieux conseils.*

## **TABLE DES MATIERES**

LISTE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS .....	5
Résumé du mémoire de recherche .....	<b>Erreur ! Le signet n'est pas défini.</b>
Introduction générale .....	7
<b>TITRE 1. LES DEFENSES PREVENTIVES .....</b>	<b>13</b>
<b>CHAPITRE 1. LES DEFENSES STATUTAIRES ET CONTRACTUELLES .....</b>	<b>13</b>
Section 1. Concentration et stabilité du capital social .....	13
Section 2. Les « <i>poison pills</i> » .....	35
<b>CHAPITRE 2. LES DEFENSES STRUCTURELLES .....</b>	<b>45</b>
Section 1. Les formes sociales défensives .....	45
Section 2. La structure des organes sociaux .....	49
<b>TITRE 2. LES DEFENSES EN COURS D'OFFRE .....</b>	<b>56</b>
<b>CHAPITRE 1. LA RESTRUCTURATION DU CAPITAL ET DE L'ACTIF SOCIAL</b>	
.....	<b>56</b>
Section 1. Le rachat d'actions .....	56
Section 2. La vente d'actifs convoités (« <i>Sell of crown jewels assets</i> ») .....	67
<b>CHAPITRE 2. LES DEFENSES « RIPOSTES » .....</b>	<b>73</b>
Section 1. Le jeu des alliances .....	73
Section II. La défense « Pacman » .....	77
<b>TITRE 3. LE CONTRÔLE DE L'ACTION DES DIRIGEANTS DANS LA MISE EN</b>	
<b>ŒUVRE DES DÉFENSES.....</b>	<b>78</b>
<b>CHAPITRE 1. L'INTERET SOCIAL ELARGI, LIMITE A L'ACTION DES</b>	
<b>DIRIGEANTS .....</b>	<b>79</b>
Section 1. Un contrôle renforcé : l' « <i>enhanced scrutiny</i> » .....	79
Section 2. L'intérêt de la société : instrument de contrôle de l'action des dirigeants en droit	
français .....	83

<b>CHAPITRE 2. L'INTERET DES ACTIONNAIRES, LIMITE A L'ACTION DES DIRIGEANTS</b> .....	<b>87</b>
Section 1. L'examen « Revlon » des opérations de cession de contrôle .....	87
Section 2. L'application de la jurisprudence « Revlon » en droit français ? .....	90
<b>Conclusion générale</b> .....	<b>93</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	<b>94</b>

## **LISTE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS**

aff.	Affaire
al.	Alinéa
AGO	Assemblée générale ordinaire
AGE	Assemblée générale extraordinaire
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANSA	Association Nationale des Sociétés par Actions
Ass. Nat	Assemblée Nationale
art.	Article
Bull.	Bulletin
C. com.	Code de commerce
CA	Cour d'appel
Cass. com.	Chambre commerciale de la Cour de cassation
CMF	Code Monétaire et financiers
COB	Commission des Opérations de Bourse
consid.	Considérant
Del. Supr	Delaware Supreme Court
Ed.	Edition
Fasc.	Fascicule
Ibid.	Ibidem (dans la référence précédente)
JCP E	JurisClasseur périodique, édition entreprise
LPA	Les Petites Affiches
N°	Numéro
Obs.	Observation
Op. cit	Opere citato (dans l'ouvrage cité)
OPA	Offre publique d'acquisition
OPE	Offre publique d'échange
OPRA	Offre publique de rachat d'actions
Ord.	Ordonnance
p.	Page
phr.	Phrase
pp :	Pages
Rev.	Revue

RBDF.	Revue de Droit Bancaire et Financier
Rép.	Répertoire
RJDA	Revue de Jurisprudence de droit des affaires
RG AMF	Règlement général de l'AMF
RTD com.	Revue Trimestrielle de Droit commercial
RTDF	Revue Trimestrielle de Droit financier
s.	Suivant
SCA	Société en commandite par actions
ss.	Suivants
v.	Versus
V.	Voir
vol. :	Volume

## Introduction générale

Une riposte nécessaire face à un « capitalisme de gangster »<sup>1</sup>

Récemment, la société Vivendi s'emparait spectaculairement du contrôle de la société Gameloft à l'issue d'une offre publique d'achat (OPA) hostile<sup>2</sup>. A l'aune d'une économie libérale marquée par la loi du plus fort, les sociétés sont incitées à s'armer contre les prises de contrôle non sollicitée. Face à ce constat et à l'instar du droit états-unien, la loi du 29 mars 2014<sup>3</sup> (dite « loi Florange ») s'inscrit dans un dynamisme propre à favoriser la mise en place de stratégies défensives par les dirigeants des sociétés cibles.

Malgré un recul des OPA ces dernières années, les sociétés ne sont cependant pas l'abri d'une prise de contrôle non sollicitée. L'offre publique d'achat est une opération par laquelle un investisseur propose publiquement, par voie de presse ou par tout autre moyen de publicité, aux actionnaires d'une société cotée<sup>4</sup> d'acquérir leurs titres à un prix déterminé, généralement supérieur au cours de bourse, aux fins de prendre le contrôle de la société cible<sup>5</sup>. Ce faisant, l'initiateur de l'offre proposera aux actionnaires soit de les rémunérer en espèce (OPA ou *tender offer*), soit par la remise d'actions ou d'obligations (offre publique d'échange ou *exchange offer*). L'offrant (ou « raider ») n'est pas toujours bienveillant, et peut décider de déclencher une offre sans l'accord des dirigeants de la société cible, c'est ce qui donne à l'OPA sa connotation guerrière, d'où le terme d'« OPA hostile ». A l'inverse, l'OPA peut être « amicale » lorsqu'elle résulte d'un processus de négociation avec les dirigeants de la société visée.

---

<sup>1</sup> Ronald J. Gilson, *Unocal Fifteen Years Later*, 26 Del. J. Corp. L. 491, 493 (2001).

<sup>2</sup> Pour rappel, Vivendi est devenu propriétaire de l'éditeur français de jeux vidéo à l'issue d'une OPA hostile, qui s'est achevée le 15 juin. Le groupe dirigé par Vincent Bolloré détenait 95,94% du capital et 95,77% des droits de vote de l'éditeur fondé par Michel Guillemot, fondateur et jusque-là PDG de la société et dès lors contraint au départ.

<sup>3</sup> Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à « reconquérir l'économie réelle »

<sup>4</sup> L'offre publique suppose que la société soit cotée sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation

<sup>5</sup> Mémento Groupe de sociétés 2015-2016, n°1405, éd. Francis Lefebvre – Adde : Selon la directive européenne du 21 avril 2004, la notion d'OPA ne recouvre que les offres qui suivent ou ont pour objectif « l'acquisition du contrôle de la société visée par le droit national » (Comp., Directive européenne 2004/25 concernant les offres publiques, art. 2, 1, a.).

Le phénomène des OPA est apparu dès les années 50-60 aux Etats-Unis et en Europe, avec notamment la première tentative de prise de contrôle hostile avortée, lancée par BDN sur Saint-Gobain en 1966. Cependant, il a fallu attendre les années 80 pour assister à une explosion de ces mécanismes de restructuration. Aux Etats-Unis, la multiplication des offres d'achat non sollicitées s'explique par le développement de deux facteurs. D'abord, les OPA ont été facilitées par le mécontentement des actionnaires face à une classe dirigeante qui contrôlaient des conseils d'administration complaisants et dont la stratégie d'investissement d'entreprise avait une valeur actuelle nette très faible ou négative en période de haute inflation<sup>6</sup>. Ensuite, l'apparition de nouveaux modes de financement, facilités par l'explosion des marchés boursiers, a contribué à la multiplication des OPA. La restructuration par le biais de financement extérieurs, tels que le L.B.O (*Leverage Buy Out*)<sup>7</sup> ou le *Junk debt* (recours à des investisseurs institutionnels, tels que les caisses de retraite et les fonds commun) fût ainsi un moyen pour l'actionnariat de reprendre, au moins en théorie, les « commandes » de leurs sociétés.

Aujourd'hui, les OPA ne sont plus initiées par ces entreprises financières qui avaient pour seules obsessions la projection de *cash flow*, mais elles sont plutôt effectuées par des entreprises d'envergure mondiale disposant de ressources appropriées et de plan stratégiques fondés sur leur activité. En effet, les offres publiques sont davantage devenues un instrument de croissance externe, d'acquisition stratégique par des entreprises qui, compte tenu de la logique technologique ou financière d'une activité donnée, ont besoin de se développer pour survivre.

Les OPA font l'objet de nombreuses discussions. Celles-ci sont tantôt considérées comme bénéfique en ce qu'elles permettraient au marché d'atteindre un équilibre, en permettant d'allouer les actifs de la société à ceux qui les utiliseront aux mieux, et en responsabilisant les dirigeants qui en cas de mauvaise gestion se verraient remplacer après une offre hostile réussie. L'OPA est ensuite bonne indirectement car « la menace d'OPA contribue à inciter les dirigeants à une bonne gestion de la société et à prendre soin des intérêts financiers de leurs actionnaires »<sup>8</sup>. Il est de fait que la fragilité du contrôle justifie souvent une meilleure politique d'information, une plus grande générosité (dividendes, actions gratuites, rachat d'actions), une gestion plus dynamique.

---

<sup>6</sup> James A. Fanto, « *L'OPA aux Etats-Unis (Principes de représentation)* », Petites affiches, 22 nov. 1995, n°140, p. 16.

<sup>7</sup> Technique par laquelle les investisseurs peuvent acquérir les actions d'une société par une OPA financée par des capitaux empruntés garantis par les actifs de l'entreprise visée

<sup>8</sup> COB, Rapport annuel 1986, p. 130

Néanmoins, malgré ces « vertus » inhérentes aux offres publiques, celles-ci peuvent également avoir des conséquences dramatiques pour la société cible, notamment pour ses salariés qui sont susceptibles de faire l'objet de « licenciements boursiers » en de succès de l'OPA. Les sociétés et la pratique ont ainsi dû s'armer d'imagination pour développer des stratégies de défenses afin de contrarier la réussite d'une offre hostile en la rendant impossible, du moins plus difficile, plus onéreuse, ou beaucoup moins intéressante économiquement.

En effet, dès lors que les dirigeants sont institués gardien de l'intérêt social, s'ils estiment que les projets de tel ou tel « agresseur » sont de nature à blesser cet intérêt social, n'ont-ils pas l'obligation de mettre en place des parades ?<sup>9</sup> A cette question, les réglementations anti-OPA y ont répondu différemment, vacillant entre la règle de neutralité (*passivity rule*) et le principe de la liberté des dirigeants. Cette hésitation résulte de la crainte traditionnelle en matière de défense anti-OPA que les dirigeants soient plus guidés par leurs intérêts propres que par celui de la société, de peur de devoir quitter leur fonction en cas de succès de l'offre hostile.

Le droit américain confère depuis longtemps aux dirigeants des sociétés cibles des possibilités de réaction et de négociation avec l'attaquant plus efficaces qu'en France, inspirant ainsi les promoteurs de la réforme de 2014<sup>10</sup>.

La position du droit français n'a pas toujours été uniforme concernant le rôle des organes de direction et d'administration dans l'adoption des défenses anti-OPA. Rappelons, qu'en France et dans les pays membres de l'Union européenne, bien que les régimes demeurent nationaux et que les Etats conservent une liberté dans l'élaboration de leur législation, une directive tend à harmoniser le droit des OPA aux fins de faciliter ces opérations de restructurations en Europe.

La Directive OPA n°2004/25 du 21 avril 2004 est l'aboutissement d'un processus complexe, cristallisé par les débats relatifs aux mesures de défenses anti-OPA. Les Etats craignaient en effet un déséquilibre entre l'adoption par le droit européen de la règle de neutralité des dirigeants en période d'offre hostile par rapport au droit américain qui laisse plus de liberté à ceux-ci et les autorise à adopter seuls les mesures de défenses face à une offre hostile. Après deux propositions de directives avortées (en 1982 et en 2002) et eu égard au caractère sensible et polémique du principe de neutralité des dirigeants, la directive a finalement décidé

---

<sup>9</sup> Rapport n°2041 sur le devoir de se défendre en cours d'offre.

<sup>10</sup> Rapport Valter, doc. Ass. Nat., n° 1283, 17 juillet 2013, p. 35.

de rendre optionnelle<sup>11</sup> pour les Etats membres la transposition des dispositions relatives aux mesures défensives, ce qui n'interdit pas aux sociétés dont le siège social se trouve sur leur territoire de prévoir statutairement ce principe.

Le droit français, qui prévoyait déjà la neutralisation de certaines défenses<sup>12</sup>, a opté pour la transposition de la directive OPA par la loi n°2006-387 (?) du 31 mars 2006 (dite « loi Breton »), faisant ainsi le choix de transposer le principe de neutralité des dirigeants pendant la période d'offre<sup>13</sup> et l'exception de réciprocité<sup>14</sup> aux articles L. 233-32 et L. 233-33 du Code de commerce.

L'article L. 233-32 prévoyant ainsi en période d'offre :

- (i) la nécessité pour les dirigeants d'obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'offre concurrente.
- (ii) la suspension de toute délégation dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre et ;
- (iii) l'approbation ou la confirmation par l'assemblée générale de toute décision prise avant la période d'offre, non encore totalement ou partiellement mise en œuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

L'exception de réciprocité a été quant à elle était insérée par l'article L. 233-33, lequel prévoit l'ineffectivité du principe de neutralité lorsque l'offre hostile a été lancée par un initiateur « non vertueux », c'est-à-dire non soumis au principe de neutralité des dirigeants<sup>15</sup>.

Riche des propositions de réforme du droit des OPA sollicitées par le rapport Gallois de novembre 2012<sup>16</sup>, la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à conquérir l'économie réelle marque un tournant à 360 degrés en matière de défenses anti-OPA, puisqu'elle abandonne le

---

<sup>11</sup> La directive utilise le terme d'« arrangement facultatifs ».

<sup>12</sup> C. com., art. L. 225-129-3, issu de l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004, prévoyait la suspension des délégations consenties par l'assemblée générale en matière d'augmentation de capital sauf si elles s'inscrivaient dans le cours normal des affaires et que leur mise en œuvre n'était pas susceptible de faire échouer l'offre.

<sup>13</sup> Directive OPA, art. 9.

<sup>14</sup> Ibid., art. 12.

<sup>15</sup> L'initiateur de l'offre n'est pas soumis au principe de neutralité lorsqu'il n'applique pas le même principe, ou lorsqu'il est contrôlé directement ou indirectement pas une société qui n'applique pas ce principe.

<sup>16</sup> Rapport Gallois de novembre 2012 sur la compétitivité de l'industrie française, nov. 2012.

principe de neutralité des dirigeants.

A l'instar du droit américain, le nouvel article L. 233-32 consacre désormais la liberté des organes d'administration et de direction pour mettre en œuvre toute mesure susceptible de faire échouer l'offre dans la limite des attributions de l'assemblée générale et de l'intérêt social de la société<sup>17</sup>. Ce faisant, l'article L. 233-33 est également modifié afin de supprimer l'exception de réciprocité rendue inutile par l'abandon du principe de neutralité. Néanmoins, conformément à l'article 12 de la directive OPA<sup>18</sup>, l'article L. 233-33 III<sup>19</sup> prévoit la possibilité pour les statuts de restaurer le principe de neutralité soit de manière absolue, soit en l'assortissant de l'exception de réciprocité.

En consacrant la liberté des organes d'administration et de direction dans l'adoption des défenses anti-OPA, le droit français se rapproche de la vision américaine selon laquelle les dirigeants sont les plus compétents et les plus motivés pour défendre la société cible contre une offre non sollicitée.

Aux Etats-Unis, la législation relative aux défenses anti-OPA relève de la compétence des Etats fédérés et non du niveau fédéral. Seules les OPA sont régies par la réglementation boursière fédérale en vertu du Williams Act de 1968<sup>20</sup>, laquelle est régulée par la Securities Exchange Commission (SEC)<sup>21</sup>.

L'Etat dans lequel une société est incorporée régit le droit applicable à celle-ci. La plupart des sociétés étant incorporées dans l'Etat du Delaware, il sera plus pertinent d'étudier la réglementation anti-OPA (« *anti-takeover statutes* ») de cet Etat.

Il existe plusieurs variantes d'« *anti-takeover statutes* », les plus courantes étant néanmoins au nombre de quatre. La première variante est celle des lois dites « *Business Combination* ». Ces dernières visent à empêcher un actionnaire qui franchit un seuil substantiel du capital ou des droits de vote de la société cible (généralement entre 10% et 20%) de s'engager dans une voie de fusion ou d'acquisition pendant un certain délai, à moins qu'une telle opération soit approuvée par le conseil des directeurs et la majorité des actionnaires, ou lorsque l'actionnaire acquièrent au moins 85 % ou 95 % du capital ou des droits de vote de la société.

Plus encore, les lois dites « *Control share acquisition* » soumettent toute offre ou toute

---

<sup>17</sup> C. com., art. L. 233-32, I.

<sup>18</sup> Directive OPA, art. 12§2.

<sup>19</sup> C. com., art L. 233-33, III.

<sup>20</sup> Section 14 (d) et 14 (e) du Securities Exchange Act.

<sup>21</sup> Créée par le Securities Exchange Act de 1934.

acquisition au delà d'un certain seuil de participation à autorisation préalable des actionnaires de la société cible. Ces lois présentent néanmoins l'inconvénient d'obliger les dirigeants à présenter l'offre aux actionnaires, ce qui peut parfois jouer en faveur de l'acquéreur.

La troisième variante de lois anti-OPA est celle des lois dites « *Fair price* », lesquelles prévoient que l'acquéreur qui vient à détenir un certain pourcentage de participation ne peut procéder à une opération de restructuration avec la société cible, sauf s'il propose aux actionnaires un « juste prix », c'est-à-dire un prix au moins égal à la valeur de marché ou le prix le plus élevés payés par l'offrant pour les actions acquises antérieurement, ou si l'opération est approuvée par les dirigeants et la majorité qualifiée des actionnaires.

Enfin, les « *Cash-out statutes* », moins connus, impose à l'actionnaire qui franchit un certain seuil de participation au sein de la société visée, en général 20 %, de le notifier aux autres actionnaires afin qu'ils puissent exiger le rachat par celui-ci de leurs actions à un prix au moins égal au prix le plus élevés payés par ce dernier au cours des 90 jours précédents le franchissement de seuil.

Outre la réglementation des défenses anti-OPA, l'environnement financier et structurel de la société constitue également un facteur de vulnérabilité à une OPA hostile. Quelle est la valorisation actuelle de la société ? Est-elle composée d'un actionnariat de long terme, ou au contraire d'un actionnariat dispersé ? La société dispose t-elle d'actifs susceptibles d'être cédés ? Afin de se protéger contre une offre non sollicitée, les sociétés doivent donc s'efforcer de renforcer leur environnement par le biais de mesures de défenses anti-OPA statutaires, structurelles, les dispositifs légaux n'étant généralement pas suffisant.

**Au regard de l'étude comparative entre le droit américain et le droit français, quel droit permet le mieux de mettre en œuvre des mesures de défenses anti-OPA efficaces ?**

La réponse à cette problématique sera apportée au travers de la confrontation des défenses anti-OPA prises avant toute offre (**Titre 1**) et en cours d'offre (**Titre 2**) aux limites qu'elles peuvent rencontrer quant à leur mise en œuvre (**Titre 3**).

## **TITRE 1. LES DEFENSES PREVENTIVES**

Construire une défense solide suppose de mettre en place un nombre de mécanismes destinés à dissuader le lancement d'une OPA hostile ou, au moins, limiter les possibilités d'accès d'un potentiel acquéreur au capital social de la société cible. A ces fins, la société peut mettre en place préventivement un certain nombre de stratégies défensives, soit par le biais de procédés statutaires (**Chapitre 1**), soit par des modifications structurelles (**Chapitre 2**).

### **CHAPITRE 1. LES DEFENSES STATUTAIRES ET CONTRACTUELLES**

Les défenses statutaires et contractuelles visent généralement deux objectifs. Le premier étant de concentrer le pouvoir et stabiliser le capital (**Section 1**) afin de restreindre les possibilités de prise de contrôle non sollicitées au sein de la société. Le second objectif étant de diluer le *raider* afin de renchérir le coût de son OPA par le biais d'une *poison pill* (**Section 2**).

#### **Section 1. Concentration et stabilité du capital social**

La concentration du pouvoir au sein des assemblées (I), couplée d'un actionnariat stable (II) réduit, voire empêche l'accès au capital de la société cible par un acquéreur hostile et donc les possibilités de prises de contrôle hostiles.

##### **I. La concentration du pouvoir au sein des assemblées**

Plusieurs instruments de défenses préventives peuvent être prévues statutairement ou contractuellement afin d'éviter la dilution du pouvoir au sein de la société tout assurant la continuité des financements des investissements. Consistant à concentrer le pouvoir au sein des assemblées d'actionnaires, ces défenses dérogent généralement au principe « une action, une voix ».

## A. Les actions de préférence ou « classes d'actions »

En France, la loi autorise, sous certaines conditions, l'émission de titres représentatif d'une quote-part du capital, mais dépourvus du droit de vote. Ces actions de préférence<sup>22</sup>, autrefois connues sous le vocable d'actions à dividende prioritaires ou de certificats d'investissement, ont été introduites par l'ordonnance du 24 juin 2004<sup>23</sup>, modifiée par l'ordonnance du 31 juillet 2014<sup>24</sup>.

Les actions de préférence sont des actions assorties de droits particuliers de toute nature, financière ou extra financière. Ces droits particuliers peuvent le cas échéant être exercés « dans la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital social ou de la société dont l'émettrice possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital »<sup>25</sup>. Il appartient aux statuts de définir les droits particuliers attachés à l'action de préférence<sup>26</sup>. A cet égard, l'action de préférence peut être dépourvue, totalement ou partiellement, de droit de vote<sup>27</sup>. Elle peut également être temporaire, limitée à certaines décisions ou à certaines assemblées. Toutes les gradations sont ouvertes.

Cette souplesse est toutefois encadrée. En effet, les actions de préférences sans droit de vote ne peuvent dans les sociétés cotées « représenter plus (...) du quart du capital social »<sup>28</sup>. Ainsi, toute émission d'actions de préférence qui dépasserait ces plafonds encoure un risque d'annulation<sup>29</sup>. L'annulation serait-elle systématique ? Selon le Professeur Alain Viandier, le juge ne prononcera pas l'annulation si le dépassement est limité ou si l'annulation de l'émission est de nature à causer un préjudice irréparable à la société<sup>30</sup>.

Le recours aux actions de préférence comme défense contre un risque de prise de contrôle reste, cependant, peu fréquent au sein des sociétés cotées. En l'occurrence, l'émission d'actions

---

<sup>22</sup> Const. A. Viandier, Les actions de préférence, JCP, E, 2004, 1440

<sup>23</sup> Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004

<sup>24</sup> Ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014 (C.com., art L. 228-11 à L. 228-20), modifiant le régime du rachat des actions de préférence.

<sup>25</sup> C.com., art. L. 228-13

<sup>26</sup> Const. A. Viandier, op.cit., nos 15 et s.

<sup>27</sup> C.com., art. L. 228-11

<sup>28</sup> C.com., L. 228-11 al. 3

<sup>29</sup> C.com., L. 228-11 al. 4

<sup>30</sup> A. Viandier, « OPA, OPE et autres offres publiques », Francis Lefebvre, 5<sup>e</sup> édition, note n° 454.

dépourvues de droit de vote et non convertibles en actions ordinaires par plusieurs banques françaises début 2009 dans le cadre du Plan de soutien à l'économie n'était pas fondée sur une volonté de protéger les sociétés émettrices contre une menace de prise de contrôle par l'Etat.

En revanche, les « classes d'actions »<sup>31</sup> (ou « dual class capitalization »), sont très répandues aux Etats-Unis et permettent, notamment, aux descendants des fondateurs de conserver le contrôle en droit de vote en dépit de la perte du contrôle en capital. Ainsi, les classes d'actions ont permis aux descendants de Ford de contrôler la société Ford avec seulement 3,75% du capital ou aux fondateurs de Google de maîtriser les trois cinquièmes des droits de vote en ne disposant que d'un cinquième du capital<sup>32</sup>.

La *dual capitalization* consiste alors en la création de deux classes d'actions, auxquelles sont attachées des droits de vote différents. A titre d'exemple, une classe d'actions pourrait avoir dix votes par action tandis que l'autre classe n'aurait qu'un vote par action. La classe ayant le moins de droits de vote aura, en revanche, un droit à dividende plus important. La possibilité pour le conseil des dirigeants d'émettre des classes d'actions doit être prévue par les statuts initialement ou en cours de vie sociale, ce qui suppose l'approbation des actionnaires de la société. L'intérêt de ce dispositif est de concentrer le pouvoir en droits de vote au bénéfice d'un groupe d'actionnaires de confiance ou faisant partie du *management* afin de se prémunir contre une potentielle OPA hostile.

De manière générale, les actions de préférence tendent à rendre davantage difficile les prises de contrôle.

## B. Le droit de vote double

C'est une spécificité française. Antérieurement à la loi du 29 mars 2014, les sociétés cotées avaient la faculté, en application de l'article L. 225-123 du Code de commerce, d'insérer dans leurs statuts une clause prévoyant un droit de vote double en faveur des « actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire ».

---

<sup>31</sup> « *Classes of stock* » ou « *dual class capitalization* »

<sup>32</sup> « *Our company right or wrong* », The Economist 17 mars 2007

Suivant les recommandations du Rapport Gallois<sup>33</sup>, la loi « Florange » du 29 mars 2014<sup>34</sup> a généralisé le droit de vote double pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé<sup>35</sup>. Désormais, tout actionnaire d'une société cotée qui prend soin d'inscrire ses titres au nominatif, bénéficiera automatiquement au bout de deux ans d'un droit de vote double, la comptabilisation débutant à la date d'entrée en vigueur de la loi, soit le 2 avril 2014.

Le droit de vote double peut néanmoins être écarté dans deux hypothèses. D'abord, les statuts peuvent prévoir la suppression du droit de vote double, ce qui suppose qu'une majorité appropriée ait opté pour l'absence de vote plural<sup>36</sup>. Ensuite, l'actionnaire qui souhaite échapper au droit de vote double peut y renoncer en retirant ses titres du nominatif, à moins que les statuts permettent aux actionnaires de renoncer au droit de vote double tout en maintenant leurs titres au nominatif<sup>37</sup>.

Les auteurs de la proposition de loi de reconquête de l'économie réelle voyait dans cette mesure une défense contre les offres publiques hostiles par le renforcement des actionnaires historiques<sup>38</sup>. Cependant, la valeur défensive des droits de vote double est discutée pour deux raisons. En premier lieu, plutôt que de prévenir la société contre les *raiders*, elle serait davantage susceptible de favoriser les prises de contrôle rampantes<sup>39</sup>. En deuxième lieu, le droit de vote double attachées aux actions d'un actionnaire ne serait pas suffisamment dissuasif face à une offre formulée à un prix attractif, ce dernier n'ayant aucun intérêt à conserver son privilège dans une société désormais contrôlée en cas de succès de l'offre. En conséquence, le droit de vote double ne constituerait une arme efficace de défense que dans l'hypothèse où le contrôle de la société cible serait concentré autour d'un noyau dur d'actionnaires.

---

<sup>33</sup> En novembre 2012, le Pacte pour la compétitivité de l'industrie française (dénommé Rapport Gallois) avait proposé l'acquisition automatique du droit de vote double après deux ans de détention des actions.

<sup>34</sup> Loi n°2014-384 du 29 mars 2014 – Adde : art. 7, IV : les statuts des sociétés pratiquant déjà le droit de vote double continuent à s'appliquer.

<sup>35</sup> BRDA 8/14, n°24, Les nouveautés de la loi Florange en droit des affaires, §34

<sup>36</sup> C. Vannoote, Que peuvent faire les sociétés cotées après l'instauration d'un droit de vote double ? BRDA 8/14, n°25

<sup>37</sup> Pour exemple : Essilor, statuts, art. 24 : « Un actionnaire peut valablement renoncer à ce droit de vote double en informant la société par lettre recommandée avec avis de réception. »

<sup>38</sup> Rapport Valter, Ass. Nat., doc. n°1283, 17 juillet 2013, p.37

<sup>39</sup> Avis F. Desplan, Sénat, doc. n°316, 28 janvier 2014, p.34

Bien que le droit américain des sociétés ne connaisse pas l'institution du droit de vote double, rien n'interdit aux sociétés cotées américaines de le prévoir dans leurs statuts.

## II. La stabilité du capital social et de l'actionariat

Divers procédés défensifs, à base contractuelle, statutaire ou légale, permettent la stabilisation du capital social. C'est le cas notamment des pactes d'actionnaires (A), et des déclarations de franchissement de seuils (B).

### A. Les pactes d'actionnaires

#### 1. Définition et régime

**Définition.** Les pactes d'actionnaires, ou « shareholders agreements », sont des conventions extrastatutaires destinées à régler le contrôle de la conduite des affaires et la composition du capital de la société. Ils peuvent être conclus par tous les actionnaires ou, ce qui est le plus fréquent, par certains d'entre eux.

Ces pactes ont généralement pour objet la mise en œuvre d'une politique commune de prise de contrôle, d'exercice du contrôle et/ou de défense du contrôle de la société. Un pacte d'actionnaire peut ainsi constituer un instrument de défense anti-OPA, notamment lorsqu'il tend stabiliser le capital social et, de surcroît, l'actionariat. Toutefois, une limite est posée s'agissant de l'objet du pacte : il ne peut contenir de mentions contraires à celles des statuts. Aussi, en cas de contradiction entre les dispositions du pacte et celles des statuts, les secondes prévalent<sup>40</sup>.

**Régime.** Les pactes d'actionnaires répondent à un régime quasiment similaire dans les sociétés cotées. Premièrement, l'article L. 233-34 du Code de commerce dispose qu'en cas d'offre publique visant la société, les clauses restreignant les transferts d'actions sont inopposables à l'auteur de l'offre.

Deuxièmement, les pactes d'actionnaires sont soumis à des obligations d'informations particulières. En effet, l'article L. 233-11 du même code impose la transmission à l'AMF de toute clause d'une convention comportant des conditions préférentielles de cession ou

---

<sup>40</sup> Cass. Com. 15 février 1994 n°460 D, Jouan c / Cudennec : RJDA 6/94 n° 671.

d'acquisition de titres cotés portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la société.

Enfin, en cas d'OPA et dès le dépôt de l'offre, toute clause du pacte d'actionnaires susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue doit être portée à la connaissance des personnes concernées par l'offre, de l'AMF et du public<sup>41</sup>. A défaut, les effets de la clause seront suspendus en période d'offre publique sur les titres qui en sont l'objet et les parties déliées de leurs engagements pendant cette période<sup>42</sup>, ce qui leur permettra de céder ou d'apporter leurs actions à la personne de leur choix.

## 2. La diversité des pactes d'actionnaires

Les pactes d'actionnaires peuvent prendre différentes formes. Il sera néanmoins fait le choix d'étudier uniquement le pacte de non agression et le pacte de préemption.

### i) *Le pacte de non agression ou « accord de standstill »*

**Définition, mise en œuvre et effets.** Le pacte de non agression, ou engagement de loyauté, est un accord par lequel un actionnaire s'engage « de ne pas solliciter, encourager ou faciliter une offre concurrente, de mettre un terme à toute éventuelle négociation relative à une offre concurrente et de s'abstenir d'agir d'une façon susceptible de porter à la réussite de l'offre »<sup>43</sup>. Ils prennent parfois la forme d'engagements de président. A titre d'exemple, France Telecom prévoyait une obligation d'accord préalable si l'opération envisagée par l'une des parties conduisait le concert à franchir un seuil déclencheur d'offre publique obligatoire<sup>44</sup>.

Par ailleurs, ces accords de non agression donnent lieu à des obligations de publication particulières à destination de l'AMF et du public<sup>45</sup>.

A la différence de la France, les pactes de non agression, connus sous le nom d'accords de *standstill*, sont courants aux Etats-Unis. Le droit du Delaware admet la validité<sup>46</sup> des contrats conclus entre une société cible et un potentiel acquéreur, par lesquels ce dernier s'engage à ne pas accroître ses participation et/ou lancer une offre d'achat inamicale au sein de la cible en

---

<sup>41</sup> RG AMF, art. 231-5

<sup>42</sup> C. com, art. L. 233-11 al 1

<sup>43</sup> AMF, déc. N° 214C0961, 2 juin 2014

<sup>44</sup> AMF, déc. N°212C1759, 31 déc. 2012

<sup>45</sup> V. supra

<sup>46</sup> Alliance Garning Corp v. Bally Garning International, Inc., 1995 W.L 523453 (Del. Ch. 1995)

contrepartie d'une indemnisation (« standstill compensation »), qui peut prendre la forme d'un mandat au sein du conseil d'administration ou de *securities rights*<sup>47</sup>. En raison de ces effets, le pacte de non agression est souvent limité dans sa durée, généralement entre un à trois ans.

Les accords de standstill sont majoritairement utilisés pour retarder ou mettre fin à une offre d'achat inamicale<sup>48</sup>. Le conseil d'administration (*board of directors*) peut en effet se servir de cette mesure préventive afin de permettre à la société cible de gagner du temps pour déterminer sa stratégie face à une OPA hostile<sup>49</sup>.

Généralement, ces conventions s'accompagnent de la possibilité pour la société de refuser toute cessions par le potentiel acquéreur de ses actions, empêchant ainsi qu'elles ne tombent entre les mains d'un autre offrant qui forcerait le conseil de la cible à lui payer *standstill compensation* ou pire, tenterait de prendre le contrôle de celle-ci.

**Les conséquences de la violation du pacte de non agression.** En France, la valeur défensive de l'engagement de loyauté est considérablement limitée par la sanction de la violation du pacte de non agression. En effet, une telle violation ne donne lieu qu'à la mise en jeu de la responsabilité contractuelle du cocontractant fautif, qui suppose la démonstration d'un préjudice par le demandeur.

Les juges américains s'assurent scrupuleusement du respect de l'accord de *standstill* et sanctionnent l'actionnaire qui lancerait une OPA à l'encontre de la société cocontractante en violation de cet accord.

En revanche, rien n'interdit à l'actionnaire cocontractant de proposer une offre d'achat en privé aux dirigeants de la société visée, à moins que le pacte ne contienne une clause interdisant à tout cocontractant de soumettre une proposition privée d'acquisition aux dirigeants. On parle alors de « Don't Ask, Don't Waive » *standstill agreements*.

Les accords de *standstill* dit « Don't Ask, Don't Waive » peuvent également interdire à l'actionnaire de demander, y compris en privé, aux dirigeants de renoncer ou d'amender l'accord de non agression. Le but étant d'éviter que le potentiel acquéreur qui s'est vu refuser

---

<sup>47</sup> V. Steven A. Boroneff, *The Standstill Agreement : A case of Illegal Vote Selling and A Breach of Fiduciary Duty*, 93 Yale L. J. 1093, 1095 (1984).

<sup>48</sup> Brian O'Neal, *Mod. Corp. Checklists*, §19 : 20 (2012)

<sup>49</sup> *id.* à 1093

une offre amicale enclenche une OPA hostile à l'encontre de la cible.

Bien que les clauses « Don't Ask, Don't Waive » ne semblent pas être stipulées dans l'intérêt des actionnaires de la cible, la Cour du Delaware a néanmoins reconnu leur validité dans un arrêt *In re Complete Genomics, Inc. Shareholder Litigation*<sup>50</sup>.

ii) *Le pacte de préemption*

*Le pacte de préemption* peut également constituer un mécanisme de défense contre les offres d'achat inamicales parce qu'il confère un droit de préemption, lequel est un avantage donné à quelqu'un, soit par la loi soit par une disposition conventionnelle, de pouvoir se substituer à l'acquéreur d'un droit ou d'un bien pour en faire l'acquisition à sa place et dans les mêmes conditions que ce dernier.

Le pacte de préemption confère donc à tous les actionnaires ou à certains d'entre eux le droit d'acquérir par priorité les actions dont la cession est envisagée, ce qui permet aux parties de s'assurer de la destination des actions en cas de cession ou de transmission.

La clause de préemption peut concerner les cessions entre actionnaires et/ou les cessions à des tiers. Lorsqu'elle ne vise que des cessions à des tiers, sa mise en œuvre permet d'éviter l'entrée de ceux-ci dans la société et donc, de se prémunir contre toute tentatives de prises de contrôle inamicales de la société. La souscription de tels pactes est souvent exigée des membres du groupe d'actionnaires stable ou « noyau dur ». Par exemple, la société Osiatis s'est vu conférer un droit de préemption au cas où la cession envisagée par deux des signataires aboutirait pour le concert à franchir à la baisse le seuil de 50%<sup>51</sup>.

L'effectivité du pacte de préemption en tant que stratégie défensive est néanmoins relative. D'abord, il est soumis à publicité en application des articles L. 233-11 du Code de commerce et 231-5 du Règlement général de l'AMF<sup>52</sup>.

Ensuite, la violation du pacte n'expose qu'à une condamnation en dommages-intérêts, ce qui suppose la démonstration d'un préjudice, voire à l'annulation de la cession intervenue au mépris du droit de préemption s'il est prouvé que le tiers acquéreur connaissait l'existence de la clause

---

<sup>50</sup> *In re Complete Genomics, Inc. Shareholder Litigation*, C.A. No 7888-VCL (Del. Ch. Nov. 27, 2012)

<sup>51</sup> AMF, déc. N° 213C0039, 8 janv. 2013

<sup>52</sup> v. supra

et l'intention du bénéficiaire de s'en prévaloir<sup>53</sup>. Sur ce dernier point, un arrêt de chambre mixte de la Cour de cassation du 26 mai 2006<sup>54</sup> précise que si le tiers, qui connaissait l'existence de la clause, était également conscient de l'intention du bénéficiaire de s'en prévaloir, ce dernier pourra demander, outre la nullité de la cession, à être substitué à l'acquéreur complice de la violation du pacte de préférence. Or, en pratique, il n'est pas aisé de démontrer la mauvaise foi du tiers. Néanmoins, les difficultés liées à la démonstration de la connaissance du pacte de préférence pas le tiers sont en partie résolues par l'ordonnance du 10 février 2016<sup>55</sup>. En effet, les alinéas 3 et 4 de l'article 1123 nouveau du Code civil crée une action interrogatoire, qui permet au tiers de demander au bénéficiaire pressenti d'un pacte de préférence de confirmer qu'il ait bien titulaire de ce droit de préférence et de l'interroger sur son intention de s'en prévaloir. Ce même article précise qu'à défaut de réponse dans le délai imparti, le bénéficiaire ne pourra plus solliciter la nullité du contrat ou la substitution au tiers.

Enfin, le pacte de préférence encoure le risque de requalification en action de concert<sup>56</sup> dès lors qu'il comprend des stipulations relatives à l'exercice des droits de vote en vue d'une politique commune avec le risque de globaliser les participations détenues par chacun des signataires du pacte. Il en va de même lorsque le pacte comporte des règles de sortie conjointe ou d'acquisition concertée. En outre, si les dirigeants de la société sont appelés à jouer un rôle dans l'application de la clause, on peut s'interroger sur l'existence d'un concert défensif<sup>57</sup>.

Outre les pactes de non agression et de préemption, les pactes d'actionnaires peuvent se décliner à l'infini. Les actionnaires peuvent conclure des pactes d'inaliénabilité temporaire<sup>58</sup>,

---

<sup>53</sup> Cass. Civ. 3, 24 juin, RJDA 10/1998

<sup>54</sup> P. Chauvin, Quelle sanction en cas de violation d'un pacte de préemption ? RJDA, 0/9 2006, p. 796

<sup>55</sup> Les alinéas 3 et 4 de l'article 1123 nouveau du Code civil sont d'application immédiates à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2016, ce qui signifie qu'ils sont applicables aux contrats conclus avant cette date.

<sup>56</sup> V. infra pour la définition

<sup>57</sup> C.com., art. L. 233-10 I « *Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquiescer, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société* ». – II « *Un tel accord est présumé exister 1° Entre une société, le président de son conseil d'administration et ses directeurs généraux ou les membres de son directoire ou ses gérants* ».

<sup>58</sup> Les **clauses d'inaliénabilité**, bien que non prévues par le Code de commerce, en dehors des SAS (C. com., art L. 227-13), sont licites dès lors qu'elles sont temporaires et justifiées par un intérêt sérieux et légitime en application de l'article 900-1 du Code civil. Sauf dispositions contraires, la survenance d'une offre n'est pas de nature à rendre caduc le pacte d'inaliénabilité. En tout état de cause, le pacte doit être révélé en cas d'offre, conformément à l'article 231-5 du RG de l'AMF. En revanche, si aucun avantage contractuel n'est consenti, il n'y a pas lieu à application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

de concertation sur la gestion<sup>59</sup>, ou encore des pactes de concertation en cas d'offre<sup>60</sup>.

*iii) Pactes d'actionnaires et action de concert*

Les pactes d'actionnaires sont généralement indissociables de la notion d'action de concert. En effet, l'action de concert est caractérisée lorsque les accords sont conclus en vue d'acquiescer, de céder ou d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société<sup>61</sup>. L'accord conclu avec la société cible sera qualifié de « concert défensif » lorsqu'il a pour objectif de faire échouer une offre publique d'achat.

**La caractérisation de l'action de concert.** L'existence du concert suppose la réunion de deux conditions. En premier lieu, il faut rapporter la preuve que les participants se sont entendus pour coordonner leurs comportements à l'égard d'une société déterminée. Cet accord doit entraîner des obligations réciproques à l'égard de chacune des parties. Aussi, une situation de fait résultant d'un parallélisme des comportements entre actionnaires sans concertation préalable ne saurait, à elle seule, constituer une action de concert<sup>62</sup>.

En deuxième lieu, l'accord doit avoir pour objet l'acquisition, la cession ou l'exercice de droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société. Les termes « acquisition » et « cession » s'entendent de toute forme d'appropriation ou de transmission des titres, telle que notamment les apports en société, échanges et partages.

**Les effets de la caractérisation d'un concert.** En cas d'action de concert, les concertistes sont tenus solidairement aux obligations qui leurs sont faites par les lois et les règlements<sup>63</sup>. En conséquence, ils s'exposent solidairement aux sanctions civiles, pénales ou réglementaires en cas d'inobservation de ces obligations. Les juges du fond considèrent que de telles sanctions sont encourues solidairement par l'ensemble des concertistes, quand bien même le manquement n'aurait été commis que par l'un d'eux, dès lors que l'autre concertiste en avait

---

<sup>59</sup> Pactes par lesquels les parties imposent une concertation sur les questions intéressant la conduite de la société, voire les résolutions soumises à l'assemblée générale des actionnaires.

<sup>60</sup> Pactes ayant pour objet la concertation des alliées en cas de lancement d'une offre publique ou, au moins, leur information.

<sup>61</sup> C. com., art. L. 223-10, I

<sup>62</sup> CA Paris, 10 mars 1992 : RJDA 12/92 n° 1144

<sup>63</sup> C. com., art. L. 233-10, III

connaissance<sup>64</sup>. Toutefois, cette solidarité ne vaut que pour l'application des règles relatives aux marchés financiers<sup>65</sup>.

Par ailleurs, la participation de chacun des concertistes devant être décomptée individuellement, il en résulte que le concert donne lieu, dans la plupart des cas, au déclenchement des règles relatives au franchissement de seuils. Cette dernière conséquence réalise ainsi l'objectif des dispositions relatives à l'action de concert, issues de la directive européenne 88/627 du 12 décembre 1988, lesquelles tendent principalement à éviter les changements de contrôle occultes ou rampants par l'effet d'actions concertées en bourse.

## B. Les déclarations de franchissements de seuils

### 1. Droit américain

Dans un souci de protection du marché et des investisseurs dans les sociétés cotées, le Williams Act de 1968 est venu modifier le Securities Exchange Act en imposant la divulgation de toute personne ou groupe de personnes s'appêtant à acquérir le contrôle d'une société par le biais d'une OPA .

Le Williams Act a ainsi ajouté à la Section 13 (d) qui impose, d'une part, le dépôt d'une déclaration de franchissement de seuil à toute personne qui acquiert, directement ou indirectement, la propriété effective de toute catégorie de titres représentant plus de 5 % des droits de vote ou du capital d'une société cotée et ce dans la limite de 10 jours depuis la date d'acquisition<sup>66</sup>.

La Section 13 (d) étend, d'autre part, l'obligation de déclaration à un groupe de personnes, traité à cet effet comme une « personne », quand elles agissent de concert aux fins de l'acquisition, la détention ou l'aliénation des titres de la société cotée cible<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> CA Paris, 1<sup>er</sup> février 2000 : RJDA 11/00 n°993

<sup>65</sup> CA Paris, 29 octobre 1999 : Bull. Joly 2000, p. 298, note P. Le Cannu

<sup>66</sup> « (1) Any person who, after acquiring directly or indirectly the beneficial ownership of any equity security of a class which is specified in paragraph (i) of this section, is directly or indirectly the beneficial owner of more than five percent of the class shall, within 10 days after the acquisition, file with the Commission, a statement containing the information required by Schedule 13D (§240.13d- 101). »

<sup>67</sup> « (3) When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a "person" for the purposes of this subsection. »

**Le contenu de la déclaration de franchissement de seuil.** La déclaration oblige l'acquéreur ou le groupe d'acquéreurs à divulguer un certain nombre d'informations concernant son identité, l'origine des fonds utilisés pour l'achat des actions, la ou les raisons de l'acquisition, le nombre d'actions détenues et l'existence d'éventuels pactes d'actionnaires relatives aux titres de la société.

Le déclarant doit, en outre, révéler ses intentions quant à l'acquisition ou le projet d'acquisition des actions de la société émettrice. Ainsi, il est notamment tenu de révéler son intention d'acquérir ou non le contrôle de la société cible et les stratégies qu'il entend employer.

Ces informations sont délivrées, au moyen d'une annexe 13D, à la société émettrice, la Securities Exchange Commission (SEC) et au public.

Toutefois, la Section 13 (d) apporte deux exceptions à cette obligation de divulgation. D'abord, les exigences d'information sont réduites lorsque l'acquisition ne pose aucun problème soit parce qu'une information suffisante a été délivrée aux investisseurs, soit parce que l'acquisition n'implique pas de changement dans le contrôle de la cible. Ensuite, l'information est atténuée lorsque les acquéreurs achètent les titres dans le cours normal des affaires et sans intention ou effet de changer ou d'influer le contrôle de la société émettrice<sup>68</sup>.

**La finalité de l'obligation de divulgation.** Cette obligation d'information permet aux actionnaires et investisseurs potentiels d'apprécier l'opportunité d'une OPA ainsi que ses éventuels impacts sur le contrôle de la société. A cet égard, le Williams Act avait pour unique fin la protection des investisseurs et des actionnaires. Les rédacteurs de cette loi n'avaient aucunement l'intention de fournir à la direction de la société cible une arme de dissuasion à l'encontre les prises de contrôle hostiles<sup>69</sup>. Aussi, la jurisprudence a pu réaffirmer que les rédacteurs souhaitaient précisément éviter que le Williams Act soit interprété en faveur des organes de gestion de la société ou de l'offrant<sup>70</sup>.

Cependant, l'application de la Section 13 (d) a posé des difficultés quant à l'interprétation des notions d'« acquisitions » et de « group ».

---

<sup>68</sup> Securities Exchange Act, §13(d)(5)

<sup>69</sup> ICN Pharm., Inc. v. Khan, 2 F.3d 484, 491 (2d Cir. 1993) (quoting Rondeau v. Mosinee Paper Corp., 422 U.S. 49, 58 (1975)).

<sup>70</sup> Id. : « *The Act's draftmen commented upon the extreme care which was taken to avoid tipping the balance of regulation either in favor of management or in favor of the person making the overbid.* »

i) *La notion d'acquisition*

La notion d'« acquisitions » au sens de la Section 13(d) a donné lieu à deux difficultés. **La frontière entre l'acquisition et l'achat.** La première difficulté tient à la détermination de la frontière entre l'acquisition et l'achat (« *purchase* »), ce dernier terme étant souvent employé par les juges américains au mépris de la lettre du texte. En utilisant le terme d'acquisition, la loi a précisément cherché à éviter cet amalgame. En effet, à la différence de la notion d'acquisition qui est restreinte à l'achat d'actions sur un marché réglementé<sup>71</sup>, le terme *purchase* vise toute transaction<sup>72</sup>. Ainsi, une annexe 13D doit être déposée lorsqu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires acquièrent ou agit de concert en vue d'acquérir plus de 5% des actions en droit de vote ou en capital de la société cotée sur un marché réglementé.

**La notion de propriété effective des titres.** La seconde difficulté attrait à l'interprétation de la notion de « *beneficial ownership of securities* » (propriétaire effectif des titres). Selon la SEC, le propriétaire effectif des actions n'est pas nécessairement le propriétaire légal des titres<sup>73</sup>. Pourtant, la jurisprudence a tendance à assimiler propriété effective (« *beneficial ownership* ») et propriété légale (« *legal ownership* »). Cette dernière se définit comme un ensemble de droits, privilèges, pouvoirs et immunités ordinairement attachés à un titre légal<sup>74</sup>. A l'inverse, la notion de propriété effective renvoie au droit de jouissance ou de contrôle de la propriété par une personne titulaire ou non d'un titre légal<sup>75</sup>. Les attributs attachés à la propriété de titres de participation sont les droits de vote et les droits à dividende, ainsi que le droit de négocier et de spéculer, tel que le droit d'acquérir et céder ses actions<sup>76</sup>. En principe, un actionnaire dispose de droits de vote et de droits à dividende proportionnellement à sa participation dans le capital de la société.

---

<sup>71</sup> GAF Corporation v. Milstein ; 453 F.2d 709 (2d Cir. 1971)

<sup>72</sup> Newmark v. RKO General, Inc. 425 F.2d 348, 351 (2d Cir.), cut. denied, 400 U.S. 854 (1970).

<sup>73</sup> 11 Fed. Reg. 10967 (1934), 17 C.F.R. § 241.21 (1971).

<sup>74</sup> V. W. Hohfeld, *Fundamental Legal Conceptions* (1923).

<sup>75</sup> 31 Fed. Reg. 1375, 1376 (1966), 17 C.F.R. § 241.7824 (1971), provides that « [a] person . . . may be regarded as the beneficial owner of securities held in the name of another person, if by reason of any contract, understanding, relationship, agreement or other arrangement, he obtains therefrom benefits substantially equivalent to those of ownership. »

<sup>76</sup> Cette classification des *beneficial incidents* a été suggérée par Feldman and Teberg, *Beneficial Ownership Under Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934*, 17 W. Res. L. Rev. 1054, 1059 (1966).

Dans l'arrêt *Bath Industries, Inc. V. Blot*<sup>77</sup>, la Cour considère que l'obligation de divulgation de la Section 13(d) est requise quand, et uniquement quand, un groupe d'actionnaires, détenant plus de 5 % (anciennement 10 %) des actions de la société cotée, s'engagent à agir de concert pour acquérir des actions supplémentaires. Elle précise implicitement que l'acquisition s'entend d'une acquisition de la propriété effective des titres de la société cible<sup>78</sup>, ce qui implique une volonté d'acquérir le contrôle de la société.

ii) *La notion de « group »*

La Section 13 (d) exige le dépôt d'une annexe 13D en cas d'acquisition, directe ou indirecte, par toute personne d'une participation représentant plus de 5% des droits vote ou du capital d'une société cotée. Un groupe de personne est traité comme une « personne » au sens de la Section 13(d) quand elles agissent de concert aux fins de l'acquisition, la détention ou l'aliénation des titres de la société cotée cible.

Les juges américains ont été confronté à la question de savoir si l'obligation de divulgation incombant à un groupe détenant plus de 5% d'une catégorie de titres était requise dès que ces personnes décident d'agir de concert aux fins de prendre le contrôle de la société cotée, ou après l'acquisition des actions en vue de cette intention.

Dans l'arrêt *Bath Industries, Inc. V. Blot*<sup>79</sup>, la Cour estime que la notion de groupe de la Section 13(d) vise tout groupe d'actionnaires, détenant plus de 10% (seuil de l'époque) des actions de la société cotée, qui s'engage à agir de concert pour acquérir des actions supplémentaires. Elle ajoute que lorsqu'un tel accord est démontré et que, par la suite, un des concertistes acquière des actions supplémentaires de capital ou droits de vote de la société, une présomption simple s'établit que ladite acquisition a été faite conformément à l'accord des concertistes d'acquérir des actions supplémentaires aux fins de prendre le contrôle de la société. Par conséquent, la Cour considère que l'obligation pour le concert de déposer l'annexe 13D est requise après l'acquisition des actions.

---

<sup>77</sup> *Bath Industries Inc. v. Blot* ; 427 F.2d 97 (7th Cir. 1970)

<sup>78</sup> *Ibid.* : « a purposal acquisition of a beneficial interest »

<sup>79</sup> *Ibid.*

Par la suite, l'interprétation de l'arrêt Bath a été rejeté dans une affaire GAF Corporation v. Milstein<sup>80</sup>. Dans cette affaire, la Cour considère que l'accord du groupe d'agir de concert suffit pour imposer l'obligation de divulgation, aucune acquisition subséquente d'actions par l'un des membres du concert n'étant requise. Les juges s'attachent alors à l'existence d'une accumulation importante de titres de nature à affecter potentiellement le contrôle d'une société. Cette jurisprudence accroît ainsi l'efficacité de la déclaration de la Section 13(d) en tant qu'arme anti-OPA puisqu'un groupe d'actionnaires agissant de concert et détenant plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la société cible sera soumis à l'obligation de divulgation dès l'accord d'agir de concert aux fins d'acquérir, détenir ou de disposer des titres de la société cotée cible.

## 2. Le droit français

Les articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce relatives à la notification du franchissement de certains seuils ont été modifiés par l'ordonnance du 30 janvier 2009<sup>81</sup> et la loi du 22 mars 2012<sup>82</sup>. L'ordonnance du 30 janvier 2009, prise en application de la loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, a fait suite à un rapport préparé à l'initiative de l'AMF et publié en 2008<sup>83</sup>. Ce rapport avait été rendu nécessaire par certaines hypothèses dans lesquelles des investisseurs attendait d'avoir la maîtrise d'une participation significative, supérieure aux seuils de déclaration, pour sortir de l'ombre. Les dirigeants de sociétés cotées se retrouvaient alors en présence d'un investisseur indésirable dans l'actionnariat. L'objectif de l'ordonnance de 2009 était donc de faire des déclarations de franchissement de seuil un instrument efficace de prévention des prises de contrôle rampantes et une mesure d'information des investisseurs et du marché.

Les articles L.233-7 et suivants du Code de commerce imposent diverses notifications en cas de franchissement de seuils au sein des sociétés cotées. Il est question de franchissement de seuils lorsqu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires franchit à la hausse ou à la baisse un pourcentage du capital ou des droits de vote de la société émettrice des actions, par quelque mode que ce soit (cession, fusion, acquisition, augmentation de capital, etc.).

---

<sup>80</sup> Ibid.

<sup>81</sup> Ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009 ; P. – H. Conac, Le nouveau régime des franchissements de seuils issus de l'ordonnance du 30 janvier 2009, Rev. Soc. 2009/3, p. 477

<sup>82</sup> Loi n°2012-387 du 22 mars 2012 ; BRDA 08/12, n°24

<sup>83</sup> Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclaration d'intention

**La notification de franchissement de seuils.** L'article L. 233-7, I, impose à tout actionnaire une obligation de notification en cas de franchissements des seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 33,33 %, 50 %, 66,66 %, 90 % et 95 % en capital ou en droits de vote de société cotée ciblée, au plus tard avant la date de clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation<sup>84</sup>.

**La déclaration d'intention.** Le porteur de titres est également soumis, en vertu de l'article L. 233-7, VII, à une obligation de déclaration d'intention en cas de franchissement des seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25% du capital ou des droits de vote de la société émettrice. Cette déclaration doit être adressée à l'AMF et à la société au plus tard avant la clôture des négociations du cinquième jour de bourse suivant le franchissement de seuil<sup>85</sup>.

La déclaration d'intention doit préciser les objectifs poursuivis par l'initiateur sur la période des six mois à venir, les modes de financement de l'acquisition, s'il agit seul ou de concert, s'il envisage ou non d'acquérir le contrôle de la société, la stratégie envisagée et les moyens de sa mise en œuvre, le cas échéant ses intentions quant au dénouement des accords ou instruments, tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote, si elle envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateurs, membre du directoire ou du conseil de surveillance<sup>86</sup>.

En cas de changement d'intention dans le délai de six mois à compter de cette déclaration, une nouvelle déclaration motivée doit être adressée à la société, à l'AMF et au public dans les mêmes conditions. Cette nouvelle déclaration fait courir un nouveau délai de six mois<sup>87</sup>.

**Les obligations déclaratives incombant au concert.** Dans l'hypothèse d'une action de concert, la question s'est posée de savoir si l'obligation de déclaration incombait uniquement à celui des concertistes du fait duquel le seuil est franchi ou est ce que tous les concertistes sont tenus à la déclaration de franchissement de seuil ? L'article L. 233-7, I, vise « toute personne qui vient à posséder ». C'est donc celui des concertistes du fait duquel le seuil est franchi qui doit effectuer la déclaration à titre principal. Toutefois, la notion d'action de concert emportant

---

<sup>84</sup> C.com., R. 233-1 ; RG de l'AMF, art. 223-14, I

<sup>85</sup> C.com., R. 233-1-1

<sup>86</sup> C. com., L. 233-7, VII, in fine

<sup>87</sup> Ibid.

solidarité des membres du concert, il est probable que ces derniers soient également tenu à une telle obligation<sup>88</sup>.

i) *La prise en compte des « cash settled equity swaps » dans le calcul des franchissements de seuils*

Les « cash settled equity swaps » ou instruments financiers à dénouement monétaire n'étaient auparavant pas pris en compte dans le calcul des seuils légaux de participation. En effet, le droit antérieur<sup>89</sup> assimilait aux actions détenues par un investisseur les actions que cette personne était « en droit d'acquérir à sa seule initiative », couvrant ainsi les instruments financiers dérivés à dénouement par livraison physique des titres<sup>90</sup>. Une personne pouvait donc détenir une fraction du capital et des droits de vote qu'elle déclarait à chaque franchissement de seuils, sans toutefois être obligée d'y additionner la fraction liée à la détention d'*equity swaps* à dénouement en espèce.

Dans un objectif de lutte contre les prises de contrôle rampantes, la loi Warsmann II du 22 mars 2012 a étendu le champ d'application de la détention par assimilation aux accords et instruments financiers à dénouement en numéraire pour les besoins des déclarations de franchissements de seuils. L'article L. 233-9, I, 4° bis, du Code de commerce<sup>91</sup> affirme désormais que toutes les actions couvertes par un contrat d'*equity swap*, que celui-ci soit à dénouement physique ou monétaire, sont réputées appartenir à l'investisseur<sup>92</sup> au sens de la réglementation des franchissements de seuils. Et ce, même si à l'issue du contrat, l'investisseur ne doit pas acquérir lesdites actions.

C'est par le biais de contrats d'*equity swap* que LVMH a organisé le rachat de titres Hermès International en cascade. En effet, en 2008, LVMH a conclu avec différents établissements financiers des contrats d'*equity swap* à dénouement monétaire. Le 24 octobre 2010, des avenants aux contrats sont conclus prévoyant un dénouement non plus en espèce mais en titres. Le 25 octobre 2010, les contrats sont dénoués et LVMH passe de 4,9% à 17,07 % du capital

---

<sup>88</sup> A. Viandier, « OPA, OPE et autres offres publiques », Francis Lefebvre, 5<sup>e</sup> édition.

<sup>89</sup> C. com., L. 233-9 I, 4° dans sa rédaction antérieure à la loi n°2012-387 du 22 mars 2012

<sup>91</sup> « Sont assimilées aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue à la déclaration, les actions déjà émises ou les droits de vote sur lesquels porte tout accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions ».

<sup>92</sup> S. Gueguen, O. Ramond et A. Raynouard, Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'*equity swap*

d'Hermès. Dans cette affaire, la Commission des sanctions de l'AMF a, par une décision du 25 juin 2013, infligé à la société LVMH une amende importante de 8 millions d'euros pour avoir contourné la réglementation relative au franchissement de seuil, notamment pour absence d'information du marché sur la montée progressive de LVMH au capital de la Hermès<sup>93</sup>. La commission des sanctions, à travers le montant élevé de la sanction, réaffirme expressément l'intention du législateur de lutter contre les prises de contrôle rampantes en soumettant la détention d'instruments financiers à dénouement monétaire dans le calcul du franchissement de seuils.

*ii) Les tempéraments à l'obligation de déclaration*

**La notification de franchissement de seuils.** L'article L. 233-7, I du Code de commerce impose à tout actionnaire une obligation de notification en cas de franchissements des seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 33,33 %, 50 %, 66,66 %, 90 % et 95 % en capital ou en droits de vote de société cotée ciblée.

Cette obligation connaît néanmoins des tempéraments prévus à l'article L. 233-7, V du même code. D'une part, les teneurs de marché ne sont pas tenus de déclarer le franchissement du seuil de 5 % dès lors qu'ils n'interviennent pas dans la gestion de l'émetteur.

D'autre part, l'obligation de déclaration ne s'applique pas si l'actionnaire soumis à l'obligation est contrôlé par une entité elle-même soumise à l'obligation, ce qui signifie que la déclaration est désormais du fait de la société mère.

**La déclaration d'intention.** L'article 223-17 du Règlement général de l'AMF prévoit également deux dispenses à l'obligation de déclaration d'intention en cas de franchissement des seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital ou des droits de vote de la société émettrice. En premier lieu, les sociétés de gestion de portefeuille sont exonérées de cette obligation pour les franchissements des seuils de 10 % et de 15 % à la condition que ces franchissements

---

<sup>93</sup> S. Maouche, Affaire LVMH/Hermès : sanction de l'AMF de 8 millions d'euros à l'encontre de LVMH : Dossiers Lexis360 Avocat et Lexis360 Entreprises, 25 juill. 2013.

procèdent du cadre habituel de leur activité et qu'elles n'aient pas l'intention de prendre le contrôle ou de participer aux organes de direction et d'administration<sup>94</sup>.

La seconde dispense vise l'initiateur d'une offre publique et concerne tous les seuils<sup>95</sup>. En effet, dès lors que la note d'information a été rendue publique, la déclaration n'est pas requise parce qu'elle n'a plus d'objet, les informations étant contenues dans la note.

### 3. Le manquement aux obligations déclaratives

La violation des obligations de déclarations de franchissement de seuils donne lieu, aussi bien en droit français qu'en droit américain, à des sanctions civiles, administratives et pénales.

#### i) *Le droit américain*

La violation de la Section 13 (d) du Securities Exchange Act est susceptible de donner lieu à des sanctions administratives, civiles et pénales. A cet égard, le simple fait que le Congrès ait posé une telle obligation de déclaration fait naître une présomption de faute (« *presumption of materiality* »)<sup>96</sup>.

**La sanction administrative.** La Securities Exchange Commission est l'agence fédérale chargée de veiller à l'application de la réglementation boursière fédérale (« U.S. securities laws »)<sup>97</sup>. A ce titre, elle dispose d'importants pouvoirs propres à mettre fin à toute violation des U.S. securities laws<sup>98</sup>, notamment de la Section 13 (d). Elle peut, en outre, prononcer des ordonnances de cessation ou d'abstention (*cease-and-desist orders*) et accorder des amendes

---

<sup>94</sup> RG de l'AMF, art. 223-17, I

<sup>95</sup> RG de l'AMF, art. 223-17, III

<sup>96</sup> V. Manning Gilbert Warren III, Revenue Recognition And Corporate Counsel, 56 SMU L. REV. 885, 904 (2003). And "*material*," for securities-law purposes, means "there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important .... Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available." TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976) ; Mates v. N. Am. Vaccine, Inc., 53 F. Supp, 2d 814, 823-24 (D. Md. 1999).

<sup>97</sup> V. Jerry J. Campos, Avoiding the discretionary Function Rule in the Madoff Case, 55 LOY. L.REV. 587, 603-04 (2009)

<sup>98</sup> 78 V. Barbara Black, Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?, 63 BUS. LAW. 317, 320-22 (2008) ("For much of the SEC's existence its statutory remedies were very limited ...."); Harvey L. Pitt et al., SEC Enforcement Actions: An Overview of SEC Enforcement Proceedings and Priorities, C700 A.L.I.-A.B.A. COURSE OF STUDY 167, 201 (1991) ("The SEC has broad statutory authority to conduct such investigations as it deems necessary to determine whether any person or entity has violated, is currently violating, or is about to violate, the provisions of the federal securities laws or rules ....").

civiles. Ces sanctions administratives ont à la fois une fonction dissuasive et compensatoire. Par ailleurs, lorsqu'elle a un doute sur l'existence ou non d'un manquement à une loi fédérale, la SEC peut user de son pouvoir d'enquête.

Les sanctions administratives les plus efficaces sont celles prévues aux Sections 15 (c)(4) et 21(c) du Securities Exchange Act<sup>99</sup>.

La Section 15 (c)(4) confère à la SEC un pouvoir d'injonction (*cease-and-desist orders*) par lequel elle peut exiger du défendeur qu'il se conforme ou prenne les mesures pour se conformer aux dispositions de la Section 13 (d) aux termes et conditions prévues par elle et dans le délai fixé par l'ordonnance<sup>100</sup>.

Depuis la réforme dite *Dodd-Frank Wall Street* et le Consumer Protection Act de 2010<sup>101</sup>, la Section 21(c)<sup>102</sup> habilite la SEC à prononcer des amendes civiles dans le cadre d'une procédure administrative<sup>103</sup>. Auparavant, seul le juge disposait d'un tel pouvoir.

**La sanction civile.** Outre les sanctions administratives, la SEC peut solliciter des cours fédérales le prononcé d'amendes civiles ou d'injonctions de faire à l'encontre du contrevenant. A cette occasion, la SEC peut demander au juge qu'il prononce la privation des droits de vote des actions qui auraient dû faire l'objet de la déclaration de franchissement de seuils<sup>104</sup>. Elle peut également solliciter la nullité des cessions d'actions intervenues en violation de la Section 13(d)<sup>105</sup>.

**La sanction pénale.** La Section 21 (d)(1) permet à SEC de transmettre toute action relative à la violation du Securities Exchange Act au *U.S. Department of Justice* qui peut, à sa

---

<sup>99</sup> V 5F ARNOLD S. JACOBS, DISCLOSURE AND REMEDIES UNDER THE SECURITIES LAWS §§ 20:131-132, at 20-404 (2010) [hereinafter JACOBS, DISCLOSURE AND REMEDIES] ; Security Exchange Act of 1934 §§ 15(c)(4), 21C, 15 U.S.C. §§ 780(c)(4), 78u-3(a) (2006).

<sup>100</sup> Security Exchange Act of 1934 §§ 15(c)(4), 15 U.S.C. § 78o(c)(4).

<sup>101</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act §929 P, 124 Stat. At 1862 (to be codified at 15 U.S.C. 77th-1).

<sup>102</sup> V. JACOBS, DISCLOSURE AND REMEDIES, supra note 90, § 20:132, at 20-404 to 20-405 (citing S. REP. NO. 101-337, at 18 (1990)). See generally Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, Pub. L. No. 101-429, 104 Stat. 931.

<sup>103</sup> Ibid.

<sup>104</sup> SEC v. Gen. Refractories Co., 400 F. Supp. 1248, 1259-60 (D.D.C. 1975).

<sup>105</sup> Clearfield Bank & Trust Co. v. Omega Fin. Corp., 65 F. Supp. 2d 325, 347 (W.D. Pa. 1999)

discrétion, introduire une procédure pénale. Selon la Section 32 (a)<sup>106</sup>, l'absence ou la fausse déclaration de franchissement de seuil contenue dans l'annexe 13D constitue une faute pénale<sup>107</sup>.

Enfin, la Cour suprême a reconnu à la société émettrice<sup>108</sup>, ainsi qu'aux actionnaires actuels ou potentiels le droit d'intenter une action civile contre la ou les personnes qui ont manqué à leurs obligations de déclaration en vertu de la Section 13(d)<sup>109</sup>.

ii) *Le droit français*

**La privation des droits de vote.** Sur le plan civil, l'absence de notification ou de déclaration d'intention en cas de franchissement de seuils entraîne la privation du droit de vote attaché aux actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée pour toute les assemblées à venir jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la régularisation de la notification<sup>110</sup>. Cette privation du droit de vote n'a pas être prononcée par le juge, elle est automatique et s'impose à la société émettrice<sup>111</sup>.

En outre, la déclaration régulière des seuils ultérieurs ne vaut pas régularisation pour les seuils qui n'ont pas été déclarés en temps utile<sup>112</sup>. En revanche, la revente des actions permet à l'acquéreur concerné d'éviter la privation temporaire du droit de vote<sup>113</sup>, ce qui implique que la sanction n'est pas attachée aux actions mais à la personne de l'actionnaire. Par conséquent, si l'actionnaire considéré rachetait des actions, celles-ci devraient être logiquement privées de droit de vote pour la partie excédant le seuil qui n'a pas été déclaré<sup>114</sup>.

---

<sup>106</sup> Security Exchange Act of 1934 § 32(a), 15 U.S.C. § 78ff(a)

<sup>107</sup> V. *United States v. Bilzerian*, 926 F.2d 1285, 1298 (2d Cir. 1991) (recognizing the "duty to file" and noting that "criminal penalties are available against one who knowingly makes a false and misleading statement of material fact on a document required to be filed by the securities laws").

<sup>108</sup> See Richard C. Morrissey, Sullivan and Cromwell LLP, *E.ON AG et al. v. Acciona, S.A. et al* U.S. Federal District Court Takes Jurisdiction of Dispute Among European Parties Concerning Contest for Control of Endesa, S.A., in *PLI'S SIXTH ANNUAL INSTITUTE ON SECURITIES REGULATION IN EUROPE: A CONTRAST IN EU AND US PROVISIONS* 393, 396 (2007) (citing *Rondeau v. Mosinee Paper Co.*, 422 U.S. 49, 65 (1975))

<sup>109</sup> V. ARNOLD S. JACOBS, *THE WILLIAMS ACT -- TENDER OFFERS AND STOCK ACCUMULATIONS* §2:88, at 295-96 (2009)

<sup>110</sup> C. com., art. L. 233-14, al 1

<sup>111</sup> M. Germain, *La déclaration de franchissement de seuil*, *Rev. Dr bancaire* 1990, p. 20 s., spéc. p. 23

<sup>112</sup> Cass. Com., 10 mai 2006, n° 568, *BRDA* 11/06, n°6

<sup>113</sup> CA Versailles, 9 avril 1992, *Bull. Joly* 1992, p. 631, note Le Cannu

<sup>114</sup> Contra : ANSA, Comité juridique, note n° 12-028

Compte tenu des informations en sa possession, le bureau de l'assemblée doit prendre toute mesure nécessaire à la privation des droits de vote. Toutefois, il ne dispose à ce titre d'aucun pouvoir d'appréciation. Dès lors que le défaut de déclaration est avéré, il ne peut pas permettre au « délinquant » de voter avec les actions excédant le seuil de déclaration. Dans une affaire Eiffage<sup>115</sup>, la Cour de cassation a jugé, à propos d'une action de concert suspectée entre plusieurs actionnaires, que le bureau de l'assemblée ne disposait pas du pouvoir de priver des actionnaires de leurs droits de vote au motif qu'ils n'auraient pas satisfait à l'obligation de notifier le franchissement d'un seuil de participation, « dès lors que l'existence de l'action de concert d'où résulterait cette obligation est contestée ». En l'espèce, le bureau de l'assemblée générale de la société Eiffage, au vu de divers indices, avait privé de droits de vote les actionnaires considérés comme agissant de concert pour la part du capital excédant le seuil de 33,33 % au motif que la mise en concert n'avait donné lieu à aucune déclaration de franchissement de seuil. Les actionnaires concernés agissent donc en nullité de l'assemblée et le tribunal de commerce ainsi que la CA de Versailles leur a donné raison.

Néanmoins, dans les cas non discutés d'action de concert, notamment lorsque celle-ci procède des présomptions posées par l'article L. 233-10, II, du Code de commerce, le bureau peut tirer lui-même les conséquences du non-respect des règles relatives au franchissement de seuil<sup>116</sup>.

**L'action en référé.** Outre la sanction de la privation du droit de vote, les actionnaires peuvent agir en référé en cas d'irrespect des règles de franchissement de seuil en demandant au juge la nomination d'un mandataire ad hoc chargé de faire constater la privation des droits de vote d'un actionnaire par le bureau de l'assemblée plutôt que d'attendre que le bureau statue le moment venu. Il y a néanmoins une limite qui réside dans l'existence de contestations sérieuses, laquelle ferme la voie du juge des référés.

**La suspension judiciaire totale ou partielle des droits de vote.** L'article L. 233-14 du Code de commerce prévoit également la suspension judiciaire totale ou partielle des droits de vote de l'actionnaire n'ayant pas procédé aux déclarations prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce. Cette suspension judiciaire peut être demandée par la société, l'AMF ou par un actionnaire, sans condition de seuil de détention de droits de vote minimum. La procédure concerne le déclarant ainsi que les personnes ayant agi de concert avec lui, du fait de leur solidarité. Dans ce dernier cas, et sauf accord contraire des concertistes, la sanction

---

<sup>115</sup> Cass. com., 15 mai 2012, arrêts n° 10-23. 389 et 10-28. 151, Rev. Soc. 9/12, p. 514, note Y. Paclot)

<sup>116</sup> CA Paris, 29 janv. 2013 : RJDA 6/13, n° 532

frappe les intéressés à proportion des actions qu'ils détiennent. La suspension, qui vise toutes les assemblées, est temporaire et ne peut pas dépasser cinq ans, à compter de la décision judiciaire. Par ailleurs, la suspension étant totale ou partielle, elle peut s'appliquer à tous les droits de vote du déclarant et non seulement à la fraction pour laquelle une information aurait dû être faite. Toutefois, comme pour la suspension non judiciaire, la cession des actions rend caduque la sanction.

**La nullité.** Selon l'article L. 235-2-1, « les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote peuvent être annulées ». Cependant, par application de l'article L. 235-12, ni la société ni les actionnaires ne peuvent se prévaloir de cette nullité à l'égard des tiers de bonne foi.

**Les sanctions pénales.** Enfin, l'inobservation de l'obligation de notification peut donner lieu à des sanctions pénales<sup>117</sup>, ainsi qu'administratives lorsque le défaut de déclaration constitue une atteinte à la bonne information du marché.

Le régime légal des notifications de franchissement de seuils est une défense faiblement efficace. La dissuasion pénale est en fait inexistante, de même que le risque de privation des droits de vote puisque. En effet, ce risque est sans gravité si la prise de contrôle rampante est couronnée de succès. Quant à l'attaquant discipliné, le délai prévu pour la notification lui permet de se constituer discrètement une base de lancement, avant même d'avoir à révéler les fondations de celle-ci<sup>118</sup>.

## **Section 2. Les « poison pills »**

Les « poison pills » ou les bons d'offres sont des mécanismes de défenses permettant à la société cible de décider de l'émission de bons attribués à tous les actionnaires et permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de la société cible. Ces instruments sont également connus sous les noms de « rights plan » ou « bons Breton ».

---

<sup>117</sup> C. com., art. L. 247-2, I : « Est puni d'une amende de 18 000 euros le fait pour les présidents, les administrateurs, les membres du directoire, les gérants ou les directeurs généraux des personnes morales, ainsi que pour les personnes physiques de s'abstenir de remplir les obligations d'informations auxquelles cette personne est tenue, en application de l'article L. 233-7, du fait des participations qu'elle détient. »

<sup>118</sup> Rappr. COB, Rapport annuel, 1987, p. 133

Ces *rights plans* constituent une arme anti-OPA efficace en ce qu'ils exposent le *raider* à une forte dilution, rendant ainsi la prise de contrôle plus onéreuse et obligeant ce dernier à négocier avec la société cible.

Aux Etats-Unis, les *poison pills* sont apparues au milieu des années 80 dans un contexte favorable aux OPA. Elles ont été inventées par Martin Lipton à l'occasion d'une offre publique lancée par Burlington Northern sur El Paso en 1982. En regardant les statuts de la société cible, Martin Lipton, avocat, constata que les dirigeants avaient reçu le pouvoir d'émettre des actions de préférence sans avoir à demander l'approbation des actionnaires. Armé de cette version des bons de la pilule empoisonnée, Lipton pu avantageusement négocier la vente d'El Paso à Burlington Northern.

En France, les bons d'offres ou « bons bretons » (du nom du Ministre de l'Economie et des Finances qui les a créés) n'ont été créés qu'en 2006 en réaction à l'offre publique initiée par Arcelor sur Mittal, offre jugée indésirable par le Ministre de l'économie de l'époque. Ils sont désormais définis à l'article L. 233-32, II du Code de commerce, issue de la loi du 31 mars 2006<sup>119</sup> ayant transposé la directive « OPA » du 21 avril 2004<sup>120</sup>.

## I. Le mécanisme des « poison pills »

### A. Le droit américain

Les *poisons pills*<sup>121</sup> autorisent la société cible à émettre des droits d'acheter des actions de la société à des conditions très avantageuses. Ces droits sont émis au bénéfice de tous les actionnaires, à l'exception à l'initiateur de l'offre, au prorata de leur participation. Ce mécanisme a donc pour effet de diluer significativement la participation du *raider* en cas de succès de l'offre publique d'achat.

Il existe des déclinaisons considérables de *poison pills*, mais les sociétés utilisent généralement deux types de *call plans* : la clause de « flip-in » et la clause de « flip over ».

---

<sup>119</sup> Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006

<sup>120</sup> Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004

<sup>121</sup> Egalement appelés « calls plans » ou « rights plan ».

**La clause de *flip in*.** La clause de *flip in* donne le droit aux actionnaires, excepté à l'initiateur de l'offre, d'acheter les actions de la société cible à un prix relativement bas dans l'hypothèse où le *raider* viendrait à acquérir un certain seuil de participation dans la cible. Ces droits ne peuvent être transférés qu'avec les actions ordinaires auxquelles ils sont attachés.

**La clause de *flip over*.** La clause de *flip over* permet aux actionnaires, à l'exception du *raider*, d'acheter les actions de l'initiateur de l'offre à un prix préférentiel. Le *flip over* ne se conçoit qu'en cas de fusion de la société visée et de la société de l'offrant.

Les clauses de *flip in* et de *flip over* sont généralement combinées, ce qui permet de faire jouer la clause de *flip over* en cas d'échec de la clause de *flip in* et ce faisant de contrecarrer à la fusion.

Les *right plans* présentent de nombreux avantages, notamment celui d'inciter l'agresseur à négocier avec le conseil d'administration de la cible, lequel disposera d'un important levier de négociation. Ils permettent également d'accorder à la société un délai supplémentaire pour répondre à une offre et d'encourager les tiers à formuler des offres.

## B. Le droit français

A la différence des Etats-Unis, le droit français ne connaît que la clause de *flip-in*. L'article L. 233-32, II, du Code de commerce prévoit la faculté pour la société cible de décider de l'émission de bons attribués gratuitement à tous les actionnaires et permettant la souscription d'actions à des conditions privilégiées. L'émission est faite au profit de tous les actionnaires de la société, ayant cette qualité avant l'expiration de l'offre, y compris le *raider*.

Bien que l'initiateur de l'offre puisse profiter de l'émission des bons de souscription d'actions (BSA), celui-ci subira tout de même une dilution car la loi indique que la date à laquelle s'apprécie la qualité d'actionnaire pour se voir attribuer les bons est fixée avant l'expiration de l'offre. L'initiateur ne recevra donc aucun bon pour les actions acquises dans le cadre de l'offre publique puisqu'il n'en deviendra propriétaire qu'à compter du règlement-livraison.

## II. La mise en œuvre des « poison pills »

### A. Le droit américain

L'émission des *poisons pills* est décidée par les organes d'administration et de direction, sans besoin de l'approbation des actionnaires, pour une durée limitée (généralement 10 ans). Pendant la durée du plan et avant la date fixée pour l'acquisition des actions de la société cible, les droits peuvent néanmoins être retirés ou modifiés par le conseil d'administration, sans autorisation des actionnaires. Si les droits sont retirés, le prix de rachat est ordinairement fixé entre \$0.001 à \$0.05 par droit. Par ailleurs, durant ce même délai, les droits ne sont assortis ni de droits de vote ni de droits à dividende, ils représentent seulement des droits d'acheter des actions ordinaires, économiquement neutre (« *out-of-the-money* »).

A une date dite d'acquisition, fixée par référence au lancement d'une offre hostile ou au franchissement de certains seuils de participation (généralement entre 10 % et 20 %), les droits deviennent transférables indépendamment des actions ordinaires et donnent désormais le droit d'acheter des actions ordinaires de la cible à un prix attractif (souvent 50 % de la valeur du marché) ou des actions de préférence. Surtout, les droits deviennent, à la date d'acquisition, nuls entre les mains de l'initiateur. Le prix d'exercice des droits est déterminé par les dirigeants, et correspond à une estimation de la valeur de marché des actions sur le long terme, soit jusqu'au terme du *poison pill*.

Ces droits ne seront pas détruits par une fusion de la cible avec l'initiateur à la suite d'une offre publique réussie : les droits *flip over*, c'est-à-dire qu'ils deviennent des droits d'acheter des actions ordinaires de l'initiateur, généralement à un prix identique qu'en cas de *flip in*, soit environ 50 % de la valeur du marché.

Une fois que les droits de souscriptions ont été exercés, de nouvelles actions doivent être émises soit par la cible en cas de *flip in*, soit par l'acquéreur s'il y a *flip over*. L'ensemble des actionnaires, hormis l'initiateur de l'offre, ont le droit d'acquérir des actions. Les actions du *raider* sont alors dramatiquement diluées, ce qui rend l'acquisition économiquement non attractive.

Cependant, les dirigeants peuvent en tout état de cause accepter une offre d'achat hostile

devenue amicale, laquelle sera généralement conditionnée au retrait du *poison pill*. Dans cette hypothèse, le retrait aura lieu après la date d'acquisition. Or, comme vu précédemment, le retrait n'est possible qu'avant la date d'acquisition des droits. Par conséquent, une telle faculté de retrait postérieur à la date d'acquisition doit avoir été prévue dans le *rights plan* (« redemption period »). Ce mécanisme permet ainsi au conseil de négocier avec le potentiel offrant, pendant une durée néanmoins limitée fixée par la clause de *redemption period*.

Le *poison pill* prend fin au terme fixé par le plan, en cas de retrait des droits, ou encore, lorsque ceux-ci ne sont pas exercés.

## B. Le droit français

Les modalités pratiques d'émission des bons varient selon le moment de la mise en œuvre de cette arme anti-OPA, laquelle peut être décidée soit « à froid », en l'absence de toute offre publique, ce qui est la norme, ou « à chaud », après le lancement de l'offre.

**L'émission des bons d'offre « à chaud ».** Lorsque l'émission des bons d'offre est décidée « à chaud », c'est l'assemblée générale extraordinaire de la société visée qui est compétente, statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues pour les assemblées ordinaires<sup>122</sup>. Elle peut toutefois déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire, mais elle fixe alors le montant maximal de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice de ces bons ainsi que le nombre maximal de bons pouvant être émis. La délégation peut également prévoir la fixation de conditions relatives à l'obligation ou à l'interdiction pour le conseil d'administration ou le directoire de procéder à l'émission et à l'attribution gratuite des bons, d'y surseoir ou d'y renoncer. Ainsi, l'organe de direction dispose du pouvoir de négocier en fait un relèvement des conditions de l'offre en agitant le spectre d'une dilution importante.

---

<sup>122</sup> C.com. art. L. 225-98 : « L'assemblée générale ordinaire prend toutes les décisions autres que celles visées aux articles L. 225-96 et L. 225-97.

*Elle ne délibère valablement sur première convocation que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote. Dans les sociétés dont les actions ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé, les statuts peuvent prévoir un quorum plus élevé. Sur deuxième convocation, aucun quorum n'est requis.*

*Elle statue à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés. »*

Les modalités de l'émission et de l'attribution des bons peut être décidée très librement, la seule contrainte étant l'obligation pour la société cible d'informer le public de son intention d'émettre ces bons avant la clôture de l'offre<sup>123</sup>. Faute de pouvoir connaître de façon précise la structure du capital de la cible, l'initiateur de l'offre ne pourra donc pas anticiper sa décision. Toutefois, au regard des caractéristiques des bons et notamment de leur effet dilutif, le *raider* peut invoquer une modification de la consistance de la cible et solliciter auprès de l'AMF l'autorisation de renoncer à son offre sur le fondement de l'article 231-11, alinéa 2 du règlement général de l'AMF, et ce, quand bien même les bons n'auraient pas été encore attribués aux actionnaires<sup>124</sup>.

Lorsque l'assemblée générale extraordinaire ou, sur délégation le conseil d'administration ou le directoire, procèdent à l'émission des bons, il ou elle détermine les conditions d'exercice de ces derniers et notamment le prix d'exercice des bons ou les modalités de détermination de ce prix<sup>125</sup>, la seule limite étant la valeur nominale des actions.

**L'émission des bons d'offre « à froid ».** L'émission des bons peut également être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire avant tout offre et faire l'objet d'une délégation à l'organe de direction, dans les mêmes conditions que pour l'émission en cours d'offre. Une limite existe néanmoins lorsque les statuts de la société cible ont stipulé la règle de neutralité posée à l'article L. 233-33, I du Code de commerce<sup>126</sup>, à moins que l'exception de réciprocité n'ait été prévue<sup>127</sup>.

A l'instar du droit américain, les BSA peuvent faire l'objet d'aménagement ou de retrait par l'assemblée générale. Ils sont à priori également cessibles et négociables.

Enfin les bons d'offre « deviennent caducs de plein droit dès lors que l'offre et tout offre concurrente éventuelle échouent, deviennent caduques ou sont retirées »<sup>128</sup>. En revanche,

---

<sup>123</sup> C. com., art. L. 233-32, II, al. 1 à 3

<sup>124</sup> V. Rapport AMF 2008, p. 122

<sup>125</sup> C. com., art. L. 233-32, II, al. 4

<sup>126</sup> C. com., art. L. 233-33, I : « *Par dérogation au I de l'article L. 233-32, les statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé peuvent prévoir que, en période d'offre publique, les mesures prévues aux I et II du même article L. 233-32 doivent être autorisées préalablement par l'assemblée générale et que toute délégation d'une mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres, accordée par l'assemblée générale avant la période d'offres, est suspendue en période d'offre publique.* »

<sup>127</sup> V. supra.

<sup>128</sup> C. com., art. L. 233-32, II, al. 4

le Code de commerce ne précise pas leur sort en cas de succès : pourront-ils continuer à être exercés après la période d'offre ou, au contraire, deviendraient-ils caduques ?

### III. Le contrôle des « poison pills »

Outre les compétences attribuées aux autorités de régulation (AMF et SEC) en matière de contrôle des mesures défensives, et notamment des poison pills, les cours américaines ont développé une jurisprudence fournie en cette matière. La pratique constate également une émergence d'un contrôle par les actionnaires de la société cible.

#### A. Un contrôle renforcé des « poison pills » par le juge américain

Les poison pills ont été longtemps remis en cause tant au regard de leur validité qu'au regard de la compétence des dirigeants pour les mettre en œuvre. Les juges américains ont donc été amené à consacrer leur validité et à encadrer la compétence des organes de direction relativement à leur mise en œuvre.

Pour bien comprendre les développements qui vont suivre, il convient de s'intéresser à l'arrêt *Unocal v. Mesa Petroleum* (1985)<sup>129</sup>, décision fondatrice en matière de défenses anti-OPA, qui a élaboré le critère de « *enhanced scrutiny* » au regard duquel les décisions des dirigeants doivent être examinées. Ce critère impose un contrôle en deux temps. En premier lieu, les dirigeants de la cible doivent prouver qu'ils avaient des motifs raisonnables de penser qu'existait une menace pour la société, en montrant leur bonne foi et leurs diligences raisonnables. Les dirigeants doivent établir, en second lieu, que la mesure de défense mise en place était raisonnable par rapport à la menace constatée, selon un test de proportionnalité<sup>130</sup>.

L'arrêt *Unocal v. Mesa Petroleum* a été, par la suite, transposé en matière de *poison pills* dans une affaire *Moran v. Household International, Inc* (1985) dans laquelle la Cour suprême du Delaware reconnaît pour la première fois la validité des poison pills et précise la compétence des dirigeants pour les mettre en œuvre. En l'espèce, la société Household International avait mis en place un dispositif préventif, en dehors de tout contexte d'offre, et

---

<sup>129</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, Delaware Supreme Court, 1985, 493 A. 2d 946 – Adde : pour plus de développement v. infra.

<sup>130</sup> V. infra

contenant uniquement une clause de *flip over*. Cette clause prévoyait que les actionnaires de la cible pouvaient obtenir un bon d'action, soit en cas de franchissement par un actionnaire du seuil de 20 % du capital, soit en cas d'offre d'achat portant sur 30 % du capital.

Dans cette affaire, la Cour suprême du Delaware admet la validité du poison pill à travers trois arguments. D'abord, elle constate que la loi autorise l'utilisation des pilules empoisonnées comme moyen de défense<sup>131</sup>. Ensuite, elle considère que la défense n'empêche pas toute prise de contrôle de la société, l'initiateur de l'offre disposant d'autres moyens d'acquérir le contrôle de la cible. Enfin, la Cour relève que le dispositif n'interdit pas aux actionnaires de recevoir des offres d'achat.

La Cour vérifie ensuite que les critères posés par la « enhanced scrutiny » sont remplis en l'espèce. Elle en conclut que les dirigeants avaient bien agi conformément à ce critère au motif, d'une part, que l'OPA constituée une réelle menace pour la société et, d'autre part, que la mise en œuvre du *poison pill* était une réponse raisonnable à cette menace. Enfin, la Cour suprême précise qu'en tout état de cause les dirigeants doivent mettre en œuvre un *poison pill* dans le respect des intérêts des actionnaires, notamment en présence d'une offre réelle.

Après l'arrêt *Moran v. Household International, Inc*, la question s'est posée de savoir dans quelles circonstances les dirigeants peuvent retirer la pilule empoisonnée en présence d'une offre. Généralement, les juges admettent le retrait du *poison pills* à la condition que les dirigeants trouvent des alternatives à l'offre inamicale ou oblige l'initiateur de l'offre à négocier avec eux.

En 2010, dans un arrêt *Selectica v. Versata*<sup>132</sup>, la Chancery Court affirme la validité d'une pilule empoisonnée subordonnant la mise en œuvre des bons d'actions au dépassement par un actionnaire du seuil très bas de 4,99 %. Cette solution s'explique néanmoins par les circonstances de l'espèce. En l'occurrence, la société Selectica faisait face à des pertes d'exploitations nettes (« *net operating losses* » ou NOLs). La Section 382 du *Internal Revenue Code* prévoit que l'avantage fiscal résultant de ces pertes n'est plus dû en cas de changement de contrôle de la société bénéficiaire de cet avantage. Cette règle explique pourquoi les sociétés déficitaires adoptent, en de telles circonstances, des mesures défensives avec un seuil de

---

<sup>131</sup> Section 157 du Delaware General Corporation Law

<sup>132</sup> *Selectica, Inc. v. Versata Enters., C.A. No. 4241-VCN* (Del. Ch. Feb., 26, 2010)

déclenchement des bons d'actions relativement bas (généralement inférieur à 5%). En l'espèce, Versata Enterprises déposa en 2008 une annexe 13D révélant une participation de 5,1% dans la société Selectica. A cette époque, le *right plan* prévoyait que les actionnaires de la cible pouvaient obtenir un bon d'action en cas de franchissement par un actionnaire du seuil de 15 % du capital. Ce seuil fût ensuite abaissé à 4,99 %, en exemptant néanmoins d'obligation de déclaration les actionnaires qui détenaient déjà une participation plus élevée tant qu'il ne franchissait pas un seuil additionnel de 0,5 %. Versata amenda alors à deux reprises son annexe 13D, une première fois pour une participation de 6,1%, et une seconde fois pour 6,7%. Par ailleurs, les statuts de Selectica prévoyaient que les dirigeants avaient dix jours pour exclure Versata du bénéfice du *poison pill*. A l'occasion de l'exercice des bons d'actions, Versata vu sa participation fortement diluée. Le *poison pill* étant alors expiré, Selectica le rechargea à nouveau dans les mêmes conditions.

Procédant au contrôle de l'action des dirigeants au regard du standard Unocal, la Cour estime, dans un premier temps, que le changement de contrôle éventuel constituait une menace réelle eu égard au risque de disparition de l'avantage fiscal attaché aux pertes d'exploitation de la société. A ce titre, elle précise que la volonté de préserver les pertes d'exploitation était conforme à l'intérêt social. Dans un deuxième temps, la Cour constate que la mesure défensive prise par les dirigeants est raisonnable par rapport au danger.

Subséquemment, dans un arrêt de 2010<sup>133</sup> concernant la même affaire, la Chancery Court précise, d'une part, qu'une pilule empoisonnée n'est pas nécessairement invalide lorsqu'elle subordonne l'exercice des bons d'action au franchissement d'un seuil inférieur à 15 %. D'autre part, elle juge que le rechargement d'un rights plan peut constituer une réponse appropriée à une menace.

Dans un arrêt *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas*<sup>134</sup> (2011), la Cour du Delaware pose le principe selon lequel les dirigeants peuvent maintenir une *poison pill* face à une OPA aussi longtemps qu'ils estiment agir de bonne foi et en adéquation avec leurs devoirs fiduciaires (« *fiduciaries duties* »)<sup>135</sup>. Cette solution est importante car elle sous-entend que l'organe de

---

<sup>133</sup> Versata Enters. V. Selectica, Inc., 5 A.3d 586 (Del. 2010)

<sup>134</sup> Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc., C.A. Nos. 5249-CC, 5256-CC (Del. Ch. Feb. 15, 2011)

<sup>135</sup> V. infra.

direction dispose d'un pouvoir discrétionnaire quant à l'utilisation de cette défense et, par conséquent, quant au devenir d'une offre dès lors qu'il juge sa décision conforme à l'intérêt des actionnaires.

Cette appréciation souveraine est cependant susceptible d'engendrer des situations dans lesquelles la mise en œuvre ou le retrait d'une *poison pill* sera motivé seulement ou principalement par le désir des dirigeants de se maintenir en fonction. Afin de prévenir ce type de situation et de préserver leurs intérêts, les actionnaires tendent à s'immiscer dans le contrôle des actions des dirigeants de leur société.

#### B. Un contrôle indirect des bons d'offre par les actionnaires en droit français

L'article L. 233-32, II du Code de commerce confie expressément à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires le pouvoir de décider l'émission des bons d'offre. L'assemblée générale peut déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire, mais elle fixe alors le montant maximal de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice des bons et le nombre maximal de bons pouvant être émis. Par cette fixation, l'assemblée conserve un certain contrôle sur la dilution maximale, et sur la baisse maximale du cours, qu'entraînerait un exercice des bons.

En cas de délégation, l'assemblée conserve encore une marge de manœuvre car elle peut encadrer la mise en œuvre des bons par l'organe de direction, notamment en laissant le soin au conseil de fixer les conditions et le prix d'exercice des bons. Elle peut également laisser les dirigeants décider de l'émission effective des bons ou non en fonction des circonstances. A l'inverse, l'assemblée générale peut ne consentir qu'une délégation de « pouvoir », en fixant des conditions relatives à l'obligation ou à l'interdiction, pour le conseil d'administration, d'émettre les bons, d'y surseoir ou d'y renoncer.

Enfin, la responsabilité des dirigeants, en cas de délégation, pourrait être engagée si leur décision n'est pas conforme à l'intérêt social ou lèse les intérêts des actionnaires minoritaires.

Malgré la compétence accordée par le Code de commerce aux actionnaires, la pratique révèle une tendance des actionnaires à déléguer très largement leur pouvoir au conseil d'administration.

## **CHAPITRE 2. LES DEFENSES STRUCTURELLES**

La forme sociale de la société (I), ainsi que la structure de ses organes sociaux (II) peuvent constituer des défenses efficaces face à une offre d'achat inamicale.

### **Section 1. Les formes sociales défensives**

La société en commandite par action (A) et la société de portefeuille (B) sont des entités permettant de cloisonner le pouvoir, rendant ainsi plus difficile, voire impossible, toute prise de contrôle hostile au sein de la société cible.

#### **I. La société en commandite par action**

##### **A. Un bouclier efficace : le verrouillage du pouvoir**

La société en commandite par actions (SCA) constitue un bouclier efficace contre les prises de contrôle hostiles en raison de la structure de son actionnariat, divisée entre les actionnaires commanditaires et les actionnaires commandités. Les premiers « bénéficient des fruits de l'aventure sociale »<sup>136</sup> sans y participer personnellement et sans être responsable, tandis que les commandités gèrent l'affaire et en sont responsables.

Ce « régime de cohabitation »<sup>137</sup> a pour avantage de dissocier le pouvoir et le capital, ce qui rend plus périlleux, voire impossible la prise de contrôle de la société, y compris par le *raider* disposant d'une majorité à l'assemblée des commanditaires.

L'intérêt défensif de la SCA tient ainsi surtout au rôle du commandité, qui peut bloquer toute modification statutaire et qui peut avoir « droit de vie ou de mort sur le gérant »<sup>138</sup>, lorsqu'il n'est pas gérant lui-même. Le gérant est donc irrévocable sauf révocation judiciaire pour cause légitime<sup>139</sup> ou stipulations statutaires.

La SCA se trouve ainsi être une structure efficace pour verrouiller le pouvoir au sein de

---

<sup>136</sup> JCP E 93, 457 – Adde « *Du bon usage de la commandite par action* », Revue des sociétés 1994 p. 145, n. F. Bucher

<sup>137</sup> Expression employée par le Professeur Alain Viandier

<sup>138</sup> Viandier A., « *OPA, OPE et autres offres publiques* », Francis Lefebvre, 5<sup>e</sup> édition, , note n° 651

<sup>139</sup> C. com., art. L. 226-2, in fine

la société. Ce faisant, la pratique a fait preuve d'imagination afin d'accroître ses vertus défensives.

Il est fréquent que les sociétés prévoient que l'associé commandité est une personne morale jouant un rôle de comité stratégique : elle autorise certaines opérations, telles que des cessions d'actifs, et certaines décisions. La permanence du commandité est ainsi assurée, l'agresseur ne pouvant que difficilement renverser le pouvoir au sein de la société sauf à subvertir de l'intérieur cet associé commandité. Ce mécanisme a notamment été adoptée par Eurodisney.

Par ailleurs, la commandite par actions peut également être utilisée d'une autre manière, laquelle consiste à transformer une ou plusieurs des sociétés opérationnelles d'un groupe en SCA, constituée par les dirigeants prenant le rôle de commandité, de telle sorte que la prise de contrôle de la tête de groupe, commanditaire, n'assure pas la maîtrise du pouvoir au sein du groupe.

## B. Les limites du « marché »

Le terme « marché » renvoie ici à l'attitude des raiders, parfois prêts à tout pour s'emparer du contrôle d'une société, et aux règles de droit boursier limitant l'effectivité des mécanismes de défense.

### 1. La témérité des « raiders »

Le caractère défensif de la SCA n'est pas absolu et se trouve souvent malmené par la persévérance des agresseurs, dont il ne faut pas surestimer leur capacité de résistance. La prise de participation de LVMH dans le capital de Hermès, société en commandite par actions, en octobre 2010, à hauteur de 20 % du capital en est la bonne illustration. Les héritiers du fondateur regroupèrent leurs actions dans une holding détenant plus de 50 % du capital d'Hermès International et bénéficiant d'un droit d'acquisition prioritaire sur les actions non transférées, soit près de 13 % du capital<sup>140</sup>. L'attitude des héritiers montre qu'ils n'avaient pas une confiance aveugle dans le mécanisme de la commandite ainsi que dans la capacité de certains d'entre eux à résister aux appels de ce nouvel actionnaire.

Par ailleurs, un *raider* pourrait prendre le contrôle de l'assemblée des commanditaires et mener

---

<sup>140</sup> V. AMF, Rapport annuel 2011, p. 111

la vie dure aux gérants en bloquant toute décision d'assemblée. Une telle guerre implique nécessairement de négocier afin d'éviter une administration judiciaire, voire en théorie une dissolution pour mésentente<sup>141</sup>.

Toutefois, le risque de devoir affronter des résistantes dissuade néanmoins les *raider* attirés uniquement par la possibilité de vendre les actifs de la société cible ou de s'approprier la trésorerie (« cash-flow ») par une fusion absorption.

Dans les offres amicales, ce risque peut aussi conduire à prévoir les conditions d'un basculement du pouvoir à l'intérieur de la structure commanditée. La prise de contrôle en deux temps de Castorama Dubois Investissement (CDI) par Kingfisher en est le parfait exemple. Dans un premier temps, Kingfisher a partagé le pouvoir avec les associés commandités de CDI. Il était prévu qu'à l'issue d'une certaine période Kingfisher aurait la faculté de décider qu'une voie prépondérante serait attribuée à l'un de ses représentants au sein de l'assemblée des commandités, ce qui devait déclencher une obligation de déposer une offre publique. Après avoir exercé cette faculté, Kingfisher a, dans un deuxième temps, pris le contrôle de CDI.

## 2. Les limites du droit boursier

Le recours à la SCA comme défense anti-OPA a connu ses limites avec la décision Mutuelle du Mans c/ OCP<sup>142</sup>. Dans cette affaire, la Cour de Paris pose comme limite qu'un tel montage ne saurait faire obstacle au libre jeu des offres et des surenchères. En l'espèce, la défense avait été placée au niveau de deux filiales d'exploitation du groupe transformées par les dirigeants en place en commandites par actions. Le problème est que ce montage permettait une OPA tout en lui ôtant son effectivité à savoir la prise de contrôle, le succès de l'offre dépendant des dirigeants de la société qui contrôlaient les associés commandités de chacune des deux commandites. Or, les mécanismes défensifs sont valables en droit boursier que lorsqu'ils détruisent l'hypothèse même d'une OPA.

Outre la limite tenant au libre jeu des offres et des surenchères, l'article L. 433-4, I, 2° du Code monétaire et financier impose aux personnes qui contrôlaient la société avant sa transformation ou le ou les associés commandités de déposer une offre de retrait en cas de

---

<sup>141</sup> CA Paris, 3<sup>e</sup> ch. B, 8 juillet 1994, Bull. Joly 1994, p. 1093, n. P. Le Cannu

<sup>142</sup> JCP E 93, 457 – Adde « *Du bon usage de la commandite par action* », Revue des sociétés 1994 p. 145, n. F. Bucher

transformation de cette dernière en SCA<sup>143</sup>.

## **II. La société de portefeuille**

La société holding pure (ou société holding passive), qui a pour objet exclusif la gestion d'un portefeuille de titres de participation détenues dans une ou plusieurs sociétés filiales, est un procédé défensif utile dans les sociétés familiales car elle permet d'éviter l'éclatement du bloc familial. C'est le cas du groupe Hermès qui est détenu à 51,6 % par la holding H51<sup>144</sup>.

L'intérêt primordial du mécanisme de la holding est de permettre à un nombre restreint d'actionnaires de conserver leurs pouvoirs politiques et capitalistiques. Ce verrouillage du contrôle rend alors la société ou le groupe de sociétés imperméable face à une offre inamicale. Néanmoins, eu égard à ses effets, la société de portefeuille n'est une défense efficace que si elle vise un actionnariat concentré et non dispersé, tel est le cas notamment des groupes familiaux.

La Cour de cassation a longtemps été hostile aux holding passives, considérant qu'elles avaient le caractère de société de façade, destinées à obliger un ou plusieurs partenaires à se concerter pour toutes les décisions à prendre au sein d'une tierce société. Elle estimait qu'il y avait là une convention de vote prohibée et en déduisait la nullité. Cependant, cette position a été abandonnée en 1985 dans une affaire Lustucru<sup>145</sup>.

Malgré l'abandon de la requalification de la holding en convention de vote, cette structure reste toutefois confrontée à plusieurs obstacles. En premier lieu, le rassemblement de plus de 30 % du capital et des droits de vote au sein de la holding enclenche le dépôt obligatoire d'une offre publique, sauf à prouver que les apporteurs, qui avaient antérieurement le contrôle de la société, ont procédé à un simple reclassement. L'affaire Hermès<sup>146</sup> précitée illustre bien cette problématique. Les héritiers d'Hermès avaient conclu, fin 2010, un accord en vertu duquel ils s'engageaient à transférer plus de 50 % de leurs actions Hermès à une holding. Du fait de l'apport des titres des actionnaires familiaux à la holding, celle-ci franchissait désormais le seuil de plus de 30 % du capital et des droits de vote. Ce franchissement du seuil de 30 % lui imposait de déposer un projet d'offre publique, en application des articles L. 433-3 du CMF et 234-2 du

---

<sup>143</sup> RG AMF, art. 236-1, al. 2

<sup>144</sup> V. supra – adde v. n° 127

<sup>145</sup> Cass. com., 24 fév. 1987 : Bull. Joly 1987, p. 213, note P. Le Cannu

<sup>146</sup> « *Reclassement des titres Hermès : la question du renforcement du contrôle éludée* », S. Tork, Bull. Joly Bourse, 01/12/2011, n°12, p. 661

règlement général. Afin d'éviter une contre-offre de LVMH, les héritiers ont sollicité de l'AMF une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique en vertu de l'article 234-9, 7° du règlement général de l'AMF<sup>147</sup>. Par une décision du 6 janvier 2011, confirmée par la cour d'appel et la Cour de cassation, l'AMF fait droit à leur demande au motif que « la société Hermès International, société en commandite par actions, était avant l'accord des héritiers, contrôlée par le groupe familial Hermès, et que la constitution d'une holding à laquelle serait transférée une partie de leurs actions dans le capital d'Hermès s'analysait en une opération de reclassement ne modifiant pas le contrôle de celle-ci »<sup>148</sup>.

En deuxième lieu, afin d'empêcher efficacement toute entrée dans le capital d'un investisseur indésirable, l'organisation de la holding doit veiller à contrôler les cessions et transmission de parts. La société civile et la SAS sont de ce point de vue de bons instruments, ainsi que le capital variable, notamment en raison des possibilités d'exclusion et de retrait.

## **Section 2. La structure des organes sociaux**

Une société composée d'un organe de direction et d'administration solide (A), et d'un actionariat salarié (B) sera moins vulnérable à une prise de contrôle hostile.

### **I. Renforcement et pérennité des dirigeants au sein de la société**

#### A. « Staggered board of directors »

Le conseil d'administration (« *board of directors* »), élu par les actionnaires, a pour mission de superviser la gouvernance de la société. Il est chargé notamment de nommer le CEO (*chief executive officer*), de superviser les performances stratégiques et financières de la société. De manière générale, le conseil d'administration doit rendre des comptes aux actionnaires sur la gestion de la société. En principe, les membres du conseil d'administration sont nommés et élus pour un mandat d'un an.

---

<sup>147</sup> RG AMF, art. 234-9 : « Les cas dans lesquels l'AMF peut accorder une dérogation sont les suivants : (7°) : Opération de reclassement, ou s'analysant comme un reclassement, entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe. »

<sup>148</sup> V. note n°133

Afin de prendre le contrôle de la société, l'acquéreur potentiel pourrait faire nommer au conseil d'administration des alliés et remplacer les membres existants. Logiquement, les dirigeants alliés de l'acquéreur voteront en faveur de la transaction ou, du moins, la faciliteront. Aussi, la société cible a tout intérêt de modifier ses statuts en prévoyant un *staggered board*. La mise en place d'un *staggered board* d'organiser le rythme du renouvellement du conseil d'administration, de telle sorte que seulement un ou deux administrateurs puissent être réélus chaque année. En pratique, les statuts stipulent que la durée du mandat des administrateurs est de trois ans et que, chaque année, un tiers des membres du conseil d'administration sera renouvelé. Le potentiel acquéreur devra alors attendre au minimum deux ans pour disposer d'une majorité au sein du conseil.

La mise en place d'un *staggered board* est une arme efficace contre les prises de contrôles rampantes, en forçant le potentiel acquéreur à réfléchir à deux fois avant de se lancer dans un combat pour remplacer le conseil d'administration. En effet, le temps et les dépenses nécessaires pour prendre le contrôle du conseil d'administration et faire accepter une éventuelle fusion entre la cible et le *raider* peuvent être prohibitifs.

Le caractère défensif de ce dispositif d'échelonnement doit cependant être tempéré. D'abord, il ne peut empêcher la réalisation d'une OPA en numéraire portant sur 100% du capital<sup>149</sup>. Ensuite, la mise en place d'un *staggered board* requiert une modification des statuts, et donc l'approbation des actionnaires. Enfin, cette faculté dépend de la loi de l'Etat dans lequel la société cible est incorporée.

#### B. Les clauses de changement de contrôle : les parachutes dorés

Les parachutes dorés, traduction littérale de l'expression anglo-saxonne « golden parachute », sont des contrats par lesquels la société prévoit le versement d'indemnités, sous la forme d'une somme forfaitaire réglée en une seule fois, à ces cadre-dirigeants en cas de cessation de leurs fonctions liées à un changement de contrôle. Ces contrats constituent une composante non négligeable des rémunérations des cadres des sociétés américaines et françaises et, tendent à prémunir les dirigeants du risque d'être destitué en cas de changement de contrôle de la société.

---

<sup>149</sup> Laurent-Bellue, B., « Les défenses aux prises de contrôle aux Etats-Unis », Thèse, 1992, Paris, p.11.

Le lancement présagé d'une offre inamicale peut inciter certains dirigeants à chercher un emploi dans d'autres sociétés par crainte de perdre leur position au sein de la société. En protégeant les responsables contre un risque de destitution, les *golden parachute* vont les inciter à rester en place aussi bien avant toute attaque qu'après le lancement d'une OPA hostile, conciliant ainsi les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants<sup>150</sup>.

Le droit français, réticent à ces clauses de changement de contrôle, a été amené à encadrer leur mise en œuvre. Le Code de commerce impose ainsi une transparence totale et soumet les indemnités de départ à des conditions de performance. Ces conditions de performance sont fixées par le conseil d'administration ou le directoire, et doivent n'autoriser l'indemnisation d'un dirigeant qu'en cas de départ contraint ou lié à un changement de contrôle ou de stratégie. La loi limite également le montant de l'indemnité octroyée aux cadres dirigeants, qui ne doit pas excéder deux ans de rémunération, fixe et variable.

Par ailleurs, le Code de gouvernement d'entreprise AFEP – MEDEF, texte de *soft law*, recommande aux sociétés de ne pas attribuer discrétionnairement les indemnités de départ aux dirigeants sociaux. En l'occurrence, ce même code considère qu'il n'est pas acceptable que des dirigeants dont l'entreprise est en situation d'échec ou qui sont eux-mêmes en situation d'échec la quittent avec des indemnités<sup>151</sup>.

La jurisprudence, quant à elle, admet l'octroi d'indemnités de départ dans la mesure où celles-ci sont suffisamment raisonnables pour ne pas porter atteinte au principe de libre révocation des dirigeants sociaux<sup>152</sup>.

A la différence du droit français, les juges américains ont depuis longtemps admis la validité de ces clauses de changement de contrôle. Dans un arrêt *Buckhorn*<sup>153</sup>, le tribunal a considéré que l'adoption de *golden parachute* par une société cible pour six de ses dirigeants principaux, alors qu'une OPA hostile était déjà lancée, constituait une mesure raisonnable par rapport à la menace.

---

<sup>150</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 36

<sup>151</sup> Code de Gouvernance Afep – Medef, art. 20.2.4

<sup>152</sup> De Beaufort V., « *Les OPA en Europe* », Collection droit des affaires et de l'entreprise, Economica, 2001

<sup>153</sup> *Buckhorn Inc. v. Ropak Corp.*, 656 F. Supp. 209 (S.D. Ohio)

## II. L'actionnariat salarié (ou ESOP)

L'actionnariat salarié constitue une stratégie de défense efficace contre les OPA, notamment parce que l'actionnaire salarié sera moins vulnérable face à une telle offre. En effet, eu égard aux conséquences que peuvent avoir le succès d'une offre d'achat sur son emploi dans la société cible, le salarié actionnaire sera davantage préoccupé par le maintien de son emploi que par l'attractivité d'une offre d'achat de ses titres. A titre d'illustration, l'actionnariat fortement développé au sein d'Eiffage a largement contribué à l'échec de la tentative d'acquisition initiée par Sacyr en 2007.

Le recours à l'actionnariat salarié est ainsi fréquemment utilisé par les sociétés françaises et américaines afin de se prémunir contre des prises de contrôle inamicales, d'autant plus que les réglementations françaises et américaines tendent à faciliter de tels recours.

### A. Le droit français

Deux techniques permettent à une société de développer un actionnariat salarié. La première technique est celle du rachat d'actions déjà existantes<sup>154</sup> dans les conditions de l'article L. 225-208 du Code de commerce<sup>155</sup>. La société ne pouvant être propriétaire de ses propres actions, le rachat est suivi d'une attribution des actions aux salariés ou mandataires sociaux de l'entreprise à travers la participation aux résultats de l'entreprise, par le biais d'options d'achat d'actions, ou enfin par l'attribution gratuite des actions.

La deuxième technique consiste dans l'augmentation de capital réservée aux salariés. L'augmentation de capital résulte soit d'un apport en numéraire (options d'achat d'actions, participation aux résultats), soit d'une incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émissions (actions gratuites).

Concernant l'attribution d'actions gratuites, l'article L. 225-197-1 du Code de commerce limite le nombre total d'actions attribuées gratuitement à 10% du capital à la date de la décision de leur attribution par le conseil d'administration ou le directoire. Par exception, ce

---

<sup>154</sup> R. Mortier, Le rachat d'actions au service de l'actionnariat des salariés, Dr. sociétés 2007, étude 6, p. 8.

<sup>155</sup> C. com., art. L. 225-208 : « Les sociétés qui font participer leurs salariés à leurs résultats par attribution de leurs actions, celles qui attribuent leurs actions dans les conditions prévues aux articles L. 225-197-1 à L. 225-197-3 et celles qui consentent des options d'achat de leurs actions dans les conditions prévues aux articles L. 225-177 et suivants peuvent, à cette fin, racheter leurs propres actions. Les actions doivent être attribuées ou les options doivent être consenties dans le délai d'un an à compter de l'acquisition. »

seuil peut être porté à 30 % lorsque l'attribution bénéficie à l'ensemble des salariés de la société, à la condition que l'écart entre le nombre d'actions distribuées à chaque salarié ne soit pas supérieur à un rapport de un à cinq. Cette exception, introduite par la loi du 29 mars 2014<sup>156</sup>, est motivée par la volonté de créer un actionnaire de référence de long terme, apte à protéger la société en cas d'OPA à laquelle il n'apporterait pas ses titres.

L'attribution gratuite d'actions aux salariés ou à une catégorie d'entre eux est décidée par le conseil d'administration ou le directoire, sur autorisation de l'assemblée générale extraordinaire. A ce titre, l'assemblée générale fixe le délai pendant lequel cette autorisation peut être utilisée, lequel ne peut excéder trente-huit mois<sup>157</sup>.

Ce mécanisme de défense est pleinement effectif en cours d'offre puisque les délégations profitant aux organes de direction ne sont pas suspendues en période d'offre, conformément à l'article L. 233-32, I du Code de commerce<sup>158</sup>. Par ailleurs, l'actionnariat salarié présente également un intérêt en cas de succès de l'OPA hostile. En effet, l'article L. 225-197-1, I, alinéa 6 du Code de commerce dispose que l'attribution d'actions gratuites, existantes ou à émettre, aux salariés n'est définitive qu'au terme d'une période d'acquisition d'une durée minimale d'un an. L'acquéreur sera alors, à l'issue de ce délai d'un an, dilué à hauteur de l'augmentation réalisée et, potentiellement, confronté à des actionnaires salariés qui lui seront hostiles. De plus, dans l'hypothèse où la société cible aurait fixé un délai minimum de conservation des titres par le ou les bénéficiaires<sup>159</sup>, le *raider* ne pourra pas procéder au rachat des actions des salariés avant un délai minimum d'un an.

## B. Le droit américain

Les ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) sont, au même titre qu'en France, perçus comme une défense efficace eu égard à la fidélité des actionnaires salariés face à une tentative d'acquisition hostile. Ces derniers étant notamment qualifiés d'actionnaires « friendly » par la doctrine américaine.

---

<sup>156</sup> Loi 29 mars 2014, art. 9

<sup>157</sup> C. com., art. L. 225-197-1

<sup>158</sup> C. com., L. 233-32, I : « Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée, peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société. »

<sup>159</sup> C. com., L. 225-197-1, al. 7

La mise en place des ESOP passe par la création d'un *trust*, propriétaire de titres de la société soit par l'apport d'actions par celle-ci, soit par l'achat d'actions par le *trust*. Les salariés détiennent des parts du *trust*, leur participation dans le capital de la société se faisant donc par l'intermédiaire de celui-ci. A l'instar du droit français, le droit américain exige que les intérêts de tous les salariés puissent être pris en compte de façon égale. Dès lors, l'ESOP ne peut pas opérer de discrimination entre les salariés selon leurs postes ou salaires<sup>160</sup> ; les salariés doivent disposer d'un droit égal à apporter leurs titres.

La mise en œuvre de ce mécanisme défensif fût un succès dans l'affaire *Polaroid-Shamrock Holdings* en 1988<sup>161</sup>. Suite à l'acquisition par la société Shamrock Holdings d'environ 5% du capital de la société Polaroid en juin 1988, cette dernière a réagi à la menace perçue en instituant un ESOP détenant plus de 20% du capital de la société. Dans cette affaire, la Cour du Delaware a admis la validité de l'ESOP et rejeté l'argument de Shamrock selon lequel l'offre aurait été improprement empêchée au motif que « s'il est établi que le management dispose d'un avantage du fait de son accès facile aux salariés et de leurs préoccupations au sujet de la sécurité de l'emploi, il n'est pas établi que l'ESOP est un mécanisme empêchant toute offre ou que l'avantage qu'il confère au management porte atteinte aux intérêts de la société ou de ses actionnaires. L'ESOP signifie que l'acquéreur potentiel devra acquérir la confiance et le soutien des salariés afin de voir son offre réussir ; il n'est toutefois pas établi que ce soutien est ou aurait été impossible à obtenir »<sup>162</sup>.

Les législations des Etats incitent parfois les sociétés à mettre en place des ESOPs pour contrarier les OPA hostiles. La Section 203 (a) de la loi sur les sociétés du Delaware interdit à l'actionnaire qui dépasse le seuil de 15 % du capital ou des droits de vote de la société visée (« *interest stockholder* ») de s'engager dans une voie de fusion ou d'acquisition pendant un délai de trois ans, sauf s'il acquière au moins 85 % ou 95 % des actions de la société ou si l'offre est approuvée par les dirigeants et un vote à la majorité qualifiée des actionnaires, à l'exception du *raider*. Cette mesure a pour but d'inciter les sociétés à prévoir des ESOPs afin d'empêcher

---

<sup>160</sup> I.R.C. § 401(a)(4).

<sup>161</sup> *Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corporation*, 559 A.2d 257 (Del. Ch. 1989) ; *In re Polaroid Corp. S'holders Litig.*, 560 A.2d 491 (Del. 1989) ; 559 A.2d 278 (Del. Ch. 1989).

<sup>162</sup> 559 A.2d 257, spéc. p. 274 : « *The evidence does establish that management has a leg up based upon its easy access to the employees and their likely concern about job security. However, there is no evidence that the ESOP is a "lock- up" or that the leg up it gives management in any way harms the company or its public stockholders. The ESOP may mean that a potential acquiror will have to gain the employees' confidence and support in order to be successful in its takeover effort. However, there has been no showing that such support is or would be impossible to obtain.* »

l'agresseur d'acquérir 85 % des actions de la cible, et de neutraliser la possibilité d'avoir une majorité qualifiée approuvant la transaction.

Le mécanisme défensif de l'ESOP comporte néanmoins une limite temporelle : il doit avoir été mis en place avant tout offre. Dans le cas contraire, c'est-à-dire lorsqu'il est décidé en période d'offre, il y a de forte chance pour qu'il soit invalidé par les juges.

## **TITRE 2. LES DEFENSES EN COURS D'OFFRE**

A la différence des défenses préventives, les possibilités de réaction de la société cible en cours d'offre sont plus limitées et plus encadrées, notamment parce qu'il est sans équivoque qu'elles visent à faire échouer l'OPA hostile. Face à une offre d'achat inamicale, la société peut, dans un premier temps, simplement refuser l'offre (« Just Say No ») en se réfugiant alors derrière les statuts, pactes d'actionnaires et la réglementation anti-OPA. Cette approche constitue davantage une technique de négociation visant à accroître le prix proposé par l'offrant, plutôt qu'une mesure destinée à faire échouer l'offre. Outre la passivité, la société dispose de d'approches plus réactives (« Active Responses ») pour contrarier une offre non sollicitée. La société cible peut, d'abord, procéder à une restructuration de son capital et de l'actif social (**Chapitre 1**). Ensuite, elle peut décider d'attaquer plus frontalement l'agresseur en mettant en œuvre des défenses « ripostes » (**Chapitre 2**).

### **CHAPITRE 1. LA RESTRUCTURATION DU CAPITAL ET DE L'ACTIF SOCIAL**

Confronter à une offre d'achat inamicale, la société cible peut procéder à des opérations de restructuration, en procédant notamment au rachat de ses propres actions (Section 1) ou, si besoin, à la sanctuarisation des actifs convoités par le *raider* (Section 2).

#### **Section 1. Le rachat d'actions**

Les rachats par la société de ses propres actions constituent une stratégie de défense anti OPA pratiquée aussi bien en France qu'aux USA. Ces pratiques ont été validées par le juge américain dès 1985, dans un arrêt *Unlocal Corp. v. Mesa Petroleum Co*<sup>163</sup>. En revanche, en France, ces mécanismes n'ont été admis que tardivement. En effet, jusqu'à la loi du 2 juillet 1998<sup>164</sup>, préparée par le rapport Esambert, le rachat d'actions par une sociétés de ses titres n'était possible que dans le cadre d'une offre publique de rachat (OPRA). Depuis cette

---

<sup>163</sup> *Unlocal Corp. v. Mesa petroleum Co.* 493 A. 2d 246 (Del. Supr. 1985).

<sup>164</sup> Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, entrée en vigueur le 5 juillet 1998

loi, le rachat d'actions aux fins de gestion financière (ou programme de rachat d'actions) a été autorisé, élargissant ainsi les possibilités d'utilisation défensive du rachat d'actions<sup>165</sup>.

Bien que connaissant des limites importantes, ces mécanismes permettent d'atteindre deux objectifs. D'une part, une augmentation du cours de l'action, ou relution, suit mécaniquement un rachat, de là une plus grande cherté de la cible. D'autre part, dès lors que les actionnaires de référence ne vendent pas leurs actions, leur influence s'accroît au sein de la société.

Afin de bien comprendre le mécanisme du rachat d'actions, il est nécessaire de se pencher sur sa mise en œuvre (I), préalablement à l'étude de ses limites (II).

## **I. Le mise en œuvre de la défense**

Dans l'optique de faire échouer une prise de contrôle rampante, la société cible peut prévoir le rachat de ses propres actions soit en lançant une OPRA (A), soit en mettant en œuvre un programme de rachat d'actions (B).

### **A. Les offres publiques de rachat (*self-tender offer*)**

Le mécanisme de l'OPRA est le suivant : la société lance une offre de rachat sur son propre capital en proposant aux actionnaires un prix de rachat de leurs actions en numéraire et/ou des titres, supérieur à celui qui est proposé dans le cadre de l'OPA hostile en cours ou prévisible<sup>166</sup>.

#### **1. Le droit américain**

La *self-tender offer* est soumise aux exigences du Securities Exchange Act de 1934. Cette méthode offre à la société un mécanisme efficace pour effectuer un rachat important d'actions détenues par ses actionnaires, et ce dans un laps de temps réduit (généralement un mois)<sup>167</sup>. La *self-tender offer* suppose nécessairement que la société établisse un prix ou une

---

<sup>165</sup> A. Viandier, Le rachat d'actions après la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, RJDA 1998, p. 590

<sup>166</sup> Bradley & Rosenzweig, « *The laws of Economics of Defensive Stock Repurchases and Defensive Self-Tender Offers* », 99 Harvard Law Review 1378 (1986)

<sup>167</sup> Johnson, C., McLaughlin, J., Corporate Finance and the Securities Laws, Fourthed. Aspen Publishers, NY, New York, 2010 (Chapitre 13)

une fourchette de prix pour le rachat de ses actions en se plaçant à un moment où cet acte serait désavantageux dans la négociation avec un initiateur hostile<sup>168</sup>. En outre, une surenchère de l'offre publique d'achat à un prix proche de l'offre initiale de la société initiatrice pourrait être utilisée par la partie adverse comme preuve que son offre a un large soutien des actionnaires<sup>169</sup>.

Par ailleurs, bien que l'arrêt *Unocal*<sup>170</sup> ait admis la légitimité de ce mécanisme, l'OPRA ne sera valide que si elle respecte le principe d'égalité des actionnaires<sup>171</sup>. Ce principe n'a cependant pas toujours été exigé. En effet, dans l'arrêt *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, la Cour Suprême du Delaware a admis la validité d'une *self-tender offer* lancée par Unocal à destination de tous les actionnaires, excepté Mesa Petroleum, dans la mesure où ce dernier venait de lancer une OPA hostile sur Unocal. La Cour a néanmoins précisé que les dirigeants étaient en droit de prendre des mesures favorisant les actionnaires autres que l'offrant à la condition qu'ils agissent avec diligence, loyauté et bonne foi, conformément à la « *business judgement rule* »<sup>172</sup>. Par conséquent, cette jurisprudence valide les *self-tender offer* adressés à l'ensemble des actionnaires à l'exception de l'un d'entre eux (dénommés « *exclusionary self-tenders* ») sur le fondement de la « *business judgment rule* ».

En juillet 1986, la SEC a modifié la réglementation relative aux OPA, en introduisant la « *all holders rule* »<sup>173</sup>. Cette règle interdit les OPRA excluant l'un des actionnaires d'une même catégorie et, ce faisant, exige que le même prix soit proposé à tous les détenteurs d'actions d'une même catégorie. La SEC précise également que le prix de rachat doit correspondre au prix le plus élevé que l'acquéreur ait à payé pendant cette période (« *best price rule* »).

En pratique, les *self-tender offer* sont rarement utilisées en réponse à une OPA hostile<sup>174</sup>, notamment eu égard aux contraintes posées par la SEC. A l'inverse, les *open-market buyback programs* (programmes de rachat d'actions) ont subi une importante croissance au cours de ces trois dernières décennies<sup>175</sup>.

---

<sup>168</sup> <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/HerzecaGallardoIssuerStockRepurchases.pdf>

<sup>169</sup> Ibid.

<sup>170</sup> *Unocal Corp. V. Mesa petroleum Co.* 493 A.2d 246 (Del. Supr. 1985)

<sup>171</sup> Règle 14d-10 du règlement de la SEC.

<sup>172</sup> V. infra.

<sup>173</sup> Article 14d-10 SEC

<sup>174</sup> <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/HerzecaGallardoIssuerStockRepurchases.pdf>

<sup>175</sup> Chan, K., Ikenberry, D., Lee, I., « Do managers time the market? Evidence from open-market share repurchases ». *Journal of Banking and Finance* 31, 2673–2694, 2007

## 2. Le droit français

L'offre de rachat d'actions prend la forme d'une offre publique lorsque la société émettrice est une société cotée. Cette offre peut, d'une part, être rémunérée en espèce, ce qui est le plus fréquent, et ainsi prendre la forme d'une offre publique de rachat pure et simple. D'autre part, l'offre peut être mixte, c'est-à-dire rémunérée en espèces et/ou en titres donnant accès au capital<sup>176</sup>. L'OPRA lancée par la société Sequena Capital<sup>177</sup> en est le parfait exemple : les actionnaires recevaient, à leur choix, une action SGS (filiale de Sequena Capital) pour 31 actions, ou 21 euros par action.

A l'instar du droit américain, l'émission d'une offre de rachat est nécessairement égalitaire : elle est émise à l'égard de tous les actionnaires<sup>178</sup>. Toutefois, à la différence d'une décision de réduction de capital pure et simple qui s'impose à tous les actionnaires y compris ceux qui ont voté contre<sup>179</sup>, l'OPRA est facultative et les actionnaires sont libres de présenter leurs titres ou de les conserver.

L'article L. 225-207 du Code de commerce prévoit que « l'assemblée générale (extraordinaire)<sup>180</sup> qui a décidé une réduction de capital non motivée par des pertes peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire (...) à acheter un nombre déterminé d'actions pour les annuler ». A cette occasion, l'assemblée générale fixe également le plafond de la réduction de capital et le nombre maximum des titres pouvant être achetés. A la différence des actions émises au profit des salariés<sup>181</sup>, aucune limite n'est posée quant au nombre d'actions pouvant faire l'objet de l'offre de rachat. Ce nombre peut être significatif. A titre d'exemple, les sociétés Radiall et Cottin Frères ont ainsi pu racheter leurs propres actions à hauteur de 25 % du capital pour la première<sup>182</sup> et de 24,44 % pour la seconde.

---

<sup>176</sup> Mélange entre une OPA et offre publique d'échange (OPE).

<sup>177</sup> Sequena Capital, AMF, déc. n° 206C1892, 13 octobre 2006

<sup>178</sup> C. com., art. R. 225-153

<sup>179</sup> M. Cozian, A. Viandier et Fl. Deboissy, Droit des sociétés, LexisNexis, 27<sup>e</sup> édition 2014, n° 926

<sup>180</sup> Le rachat d'actions est précédé d'une réduction du capital, il en résulte une modification des statuts. Dès lors, seule l'assemblée générale extraordinaire est compétente.

<sup>181</sup> v. supra : seuil de 10 %, voire 30 % à titre exceptionnel.

<sup>182</sup> AMF, déc. N° 210C0103, 27 janvier 2010

## B. Le rachat d'actions aux fins de gestion financière

Les *open-market buyback programs* sont un mécanisme par lequel la société cible annonce son intention de racheter des actions, puis commence le rachat d'actions sur le marché au cours d'une longue période de temps (généralement de un à deux ans)<sup>183</sup>.

Le calendrier des programmes de rachats d'actions (ou *open-market buyback programs*) peut varier selon les législations<sup>184</sup>, et la société peut racheter ses titres au sein d'une fourchette de cours.

Les programmes de rachat d'actions français et américains sont soumis aux mêmes contraintes boursières<sup>185</sup>. En outre, la société émettrice se rend coupable du délit de manipulations du cours boursiers<sup>186</sup>, ainsi que du délit d'initié<sup>187</sup> puisque, par définition, elle dispose d'informations privilégiées sur ses propres titres. Cependant, ce genre de comportements est difficile à prouver. C'est pourquoi, le droit fédéral américain ainsi que le droit français ont posé des présomptions de légitimité. Les dirigeants sont à l'abri de la qualification de manipulation des rachats s'ils respectent certains critères, relatifs pour l'essentiel « au volume d'intervention, au nombre d'intermédiaires, au prix de rachat, au respect de périodes d'abstention »<sup>188</sup>.

### 1. Le droit américain

Les *open-market buyback programs* sont soumis à des limites quant aux prix de plafond d'achat et au volume d'intervention.

S'agissant des limites relatives au plafond d'achat, la règle du *safe harbour* de l'article 10b-18 interdit à la société émettrice d'acheter ses propres titres à un prix supérieur à celui de la dernière opération indépendante sur le titre, ou si le prix est plus élevé au prix de l'offre

---

<sup>183</sup> Oded Jacob, « Stock repurchases: How firms choose between a self-tender offer and an open-market program », *Journal of Banking & Finance* 35 (2011) 3174-3187, p. 3175.

<sup>184</sup> Il peut aller jusqu'à 18 mois selon le droit français.

<sup>185</sup> Securities Exchange Act, Section 10 (b), arts. 10b-5 et 10b-5-1 ; Directive européenne n° 2003/6/CE dite « abus de marché », du 28 janvier 2003 portant sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché

<sup>186</sup> Par l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier (CMF) et les articles 631-1 et s. du RG AMF ainsi que par l'article 10b-5 du *Exchange Act*.

<sup>187</sup> Articles L.456-1, al. 1<sup>er</sup> CMF et 10b-5-1 de l'*Exchange Act*.

<sup>188</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1660, p. 21.

indépendante actuelle la plus élevée sur le marché (« *highest current independant bid* »<sup>189</sup>).

Quant aux limites du volume d'intervention, l'article 10b-18 dispose que l'émetteur doit s'abstenir d'acheter plus de 25% du volume quotidien des actions négociées sur le marché réglementé.

## 2. Le droit français

Sous le régime de la loi du 24 juillet 1966, le principe était celui de l'interdiction du rachat par une société de ses propres actions, sauf exceptions<sup>190</sup>. En revanche, à la différence du droit américain, le droit pour une société de racheter ses propres actions aux fins de gestion financière (ou programme de rachat d'actions) n'a été admis que tardivement par le droit français, avec la loi du 2 juillet 1998. L'article L. 225-206, II du Code de commerce<sup>191</sup> pose désormais un principe général d'autorisation des rachats, assorti néanmoins de certaines limites<sup>192</sup>.

La procédure de rachat d'actions aux fins de gestion financière est cependant soumise à des obligations d'information, ainsi qu'à autorisation de l'assemblée générale ordinaire.

En premier lieu, la société doit, préalablement à la réalisation d'un programme de rachat, publier un « descriptif du programme », qui mentionne notamment le ou les objectifs du programme, la part maximale du capital, le nombre maximal et les caractéristiques des titres que l'émetteur se propose d'acquérir, ainsi que le prix maximum d'achat, et la durée du programme<sup>193</sup>. L'article 241-3 du RG dispense toutefois l'émetteur de cette formalité lorsque le rapport annuel ou le document de référence comprend déjà ces mentions.

Par ailleurs, la société émettrice est tenue d'informer le marché des opérations effectuées au titre du programme de rachat « au plus tard le septième jour de négociation suivant leur date d'exécution »<sup>194</sup>.

---

<sup>189</sup> « 3. *Rule 10b-18 purchases must be effected at a purchase price that: i. Does not exceed the highest independent bid or the last independent transaction price, whichever is higher, quoted or reported in the consolidated system at the time the Rule 10b-18 purchase is effected; ».*

<sup>190</sup> Notamment, la participation des salariés et la régularisation des cours.

<sup>191</sup> C. com., art. L. 225-206, II : « *L'achat par une société de ses propres actions est autorisé dans les conditions et selon les modalités prévues aux articles L. 225-207 à L. 225-217. »*

<sup>192</sup> V. infra

<sup>193</sup> RG AMF, art. 241-2

<sup>194</sup> RG AMF, art. 241-4, I

En deuxième lieu, le programme de rachat doit être autorisé par l'assemblée générale ordinaire. Cette dernière définit, à ce titre, les finalités, les modalités et le plafond de l'opération<sup>195</sup>, ainsi que le nombre maximal de titres<sup>196</sup> et la durée du programme, laquelle ne peut être supérieure à dix-huit mois<sup>197</sup>.

L'autorisation est donnée au conseil d'administration ou au directoire, chargé de prendre la décision de principe. Les mandataires sociaux précise les conditions de l'acquisition<sup>198</sup> et délègue l'exécution du programme de rachat à leur président. A cet égard, les dirigeants engagent leur responsabilité si l'entreprise est gravement fragilisée par les rachats.

Dépourvues de de droit aux dividendes et de droit de vote<sup>199</sup>, les actions achetées par la société émettrice ne sont pas destinées à demeurer dans son patrimoine. Deux issues sont envisageables : la cession ou le transfert d'un côté, l'annulation d'un autre côté.

**La cession et le transfert.** Elles recouvrent les différentes modalités de sortie des actions du patrimoine de la société émettrice : la cession vise la vente, le transfert recouvre l'échange et l'apport<sup>200</sup>. Lorsque les cessions sont effectués sur le marché, les prescriptions de l'AMF relatives aux interventions des sociétés sur le marché de leurs titres doivent être observées<sup>201</sup>.

Une limite est néanmoins posée quant au moment de la cession. Il existe des périodes d'abstention pendant lesquelles l'émetteur ne peut procéder à la cession d'actions propres<sup>202</sup>. Ces périodes d'abstention sont au nombre de deux :

- période comprise entre la date à laquelle la société a connaissance d'une information privilégiée et la date à laquelle cette information est rendue publique ;
- période de 15 jours précédant les dates auxquelles ses comptes consolidés annuels ou à défaut ses comptes sociaux, ainsi que ses comptes intermédiaires sont rendus publics.

---

<sup>195</sup> C. com., art. L. 225-209, al. 1

<sup>196</sup> C. com., R. 225-151

<sup>197</sup> C. com., L. 225-209, al. 1

<sup>198</sup> C. com., art. L. 225-209, al. 4 : L'acquisition peut se faire par tous moyens, y compris échange ou achat d'un bloc d'actions.

<sup>199</sup> C. com., art. L. 225-210, al. 4

<sup>200</sup> Ces modalités auront été définies par l'assemblée générale, qui aura également encadré les conditions financières de ces opérations, aucun prix ou aucune parité ne peuvent être raisonnablement arrêtés à l'avance, mais les limites maximales et minimales peuvent l'être.

<sup>201</sup> Cons. AMF, La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres, Rev. Mens. n°12, mars 2015, p. 83 s., spéc., p. 88 s.

<sup>202</sup> Règlement européen 2273 / 2003 ; RG AMF, art.631-6, modifié par arrêté du 12 avril 2013

**L'annulation des actions.** Elle réalise pleinement l'objectif de création de valeur poursuivi par les promoteurs de la réforme : par la réduction du nombre d'actions, elle provoque une relation de nature à déclencher une hausse du cours de l'action.

Parce qu'elle conduit à une réduction du capital, l'annulation exige d'abord une décision d'assemblée extraordinaire<sup>203</sup>. Celle-ci peut ensuite déléguer au conseil d'administration ou au directoire les pouvoirs pour la réaliser<sup>204</sup>.

L'annulation est toutefois assujettie à une condition de plafond, l'article L. 225-209, alinéa 4 du Code de commerce énonçant : « Ces actions peuvent être annulées dans la limite de 10 % du capital de la société par périodes de vingt-quatre mois. ». Les annulations doivent également donner lieu à information mensuelle de l'AMF, qui porte cette information à la connaissance du public<sup>205</sup>.

## II. Les limites du rachat d'actions

### A. Le droit américain

Dans un arrêt *AC Acquisition Corp v. Anderson, Clayton & Co*<sup>206</sup>, la Chancery Court du Delaware a annulé en tant que moyen de défense une offre de rachat d'une société sur ses propres titres à la suite d'une OPA hostile. En l'espèce, la firme Anderson & Clayton avait lancé une OPA sur ses propres titres<sup>207</sup> suite au déclenchement d'une OPA comptant (« *any and all cash tender offer* ») par Bear Stearns, offrant aux actionnaires une alternative financière à l'offre initiale afin qu'ils puissent choisir librement l'une des deux offres concurrentes<sup>208</sup>. La contestation dans cette affaire visait le refus par le conseil d'administration de l'offre initiale de Bear Stearns, sans avoir préalablement demandé l'avis d'une banque d'affaires pour comparer les « mérites » des deux offres au regard de l'intérêt des actionnaires<sup>209</sup>. Les juges ont

---

<sup>203</sup> C. com., art. L. 225-209, al. 7

<sup>204</sup> Ibid.

<sup>205</sup> RG AMF, art. 241-4, I – Adde : Le défaut de déclaration ouvre la voie d'une sanction éventuelle pour manquement.

<sup>206</sup> *AC Acquisition Corp v. Anderson, Clayton & Co.*, 92, 942 Del Ch. 18/09/1986

<sup>207</sup> L'offre était de 65 dollars par actions, ce qui représentait une surenchère de 9 dollars (l'offre initiale de Bear Stearns était de 56 dollars).

<sup>208</sup> Weyd, « *Les Offres Publiques d'Acquisition aux Etats-Unis, étude du contexte réglementaire et de la dernière jurisprudence* », Thèse de Paris I, 1990, , p. 279.

<sup>209</sup> Ibid.

adopté la démarche « Unocal » et se sont fondés sur la règle du *Business Judgment Rule*<sup>210</sup> pour écarter toute responsabilité du conseil d'administration du fait du refus de l'offre initiale. En effet, la Cour estimait que l'offre de la société Anderson & Clayton répondait au premier critère « Unocal » d'un objet social valable, les dirigeants offraient en effet aux actionnaires une alternative à l'offre de Bear Stearns. Cependant, elle jugeait aussi que le deuxième critère n'était pas rempli puisque la mesure défensive n'était pas raisonnable au regard de la menace de changement de contrôle.

Cette affaire est venue préciser le critère de proportionnalité établi par Unocal. Au lieu de considérer que la contre-offre était « raisonnablement liée à l'offre hostile, du fait qu'elle permettait aux actionnaires une alternative » et était ainsi en faveur des actionnaires, les juges ont examiné en détail l'offre initiale<sup>211</sup>. Ils ont constaté que la banque d'affaires ne pouvait se prononcer sur la supériorité de l'offre<sup>212</sup>. Or, face à une OPA hostile, une contre-offre qui ne serait pas économiquement supérieure « devait laisser, d'après les juges, le libre choix aux actionnaires entre les deux solutions »<sup>213</sup>. La défense était donc « coercitive » car elle avait pour objectif de forcer la main des actionnaires en leur imposant une option soutenue par les dirigeants au détriment de l'offre publique. Ce comportement coercitif, selon la Cour, n'était pas raisonnable au regard de la menace de prise de contrôle.

La jurisprudence pose en conséquence une condition de proportionnalité de la défense mise en place par rapport à l'OPA hostile<sup>214</sup>. L'absence de proportionnalité pouvant alors invalider la mesure de défense si les juges l'estiment disproportionnée par rapport à la menace de changement de contrôle.

## B. Le droit français

En France, les limites à l'efficacité de mesure défensive concernent davantage les rachats d'actions aux fins de gestion financière, et tiennent au volume des actions rachetées. Le droit français est ambivalent, oscillant entre deux attitudes contradictoires au sujet de l'auto-détention, l'une tendant à un cantonnement strict de l'opération, et l'autre au contraire à l'admission du procédé. Cette particularité du droit français se justifie car le rachat des droits

---

<sup>210</sup> V. supra

<sup>211</sup> Weyd, *op. cit.*, p. 281.

<sup>212</sup> *AC Acquisition Corp v. Anderson, Clayton & Co.*, *op. cit.*

<sup>213</sup> Ibid.

<sup>214</sup> V. infra

sociaux est à la fois « dangereux et utile (...), ces deux caractères plaçant l'un pour la prohibition, et l'autre pour la libéralisation du rachat »<sup>215</sup>. L'auto-détention menace premièrement les actionnaires qui risquent d'être traités de façon inégalitaire lorsque le rachat ne vise que certains actionnaires ou encore lorsque le prix de rachat n'est pas le même pour tous. L'autre catégorie de personnes pouvant être menacées par la mise en œuvre de ladite stratégie concerne les créanciers sociaux. En effet, lors d'une éventuelle réduction de capital<sup>216</sup>, les créanciers sociaux n'ont pas le droit d'opposition sur cette procédure. Lors du rachat, ils craignent ainsi de voir la société se délester de ses richesses au profit des actionnaires. Ces programmes de rachat d'actions peuvent menacer également une troisième catégorie de personnes : les investisseurs, notamment par rapport aux tentations de délit d'initié ou de manipulation de cours. Surtout, les dangers de l'auto-détention augmentent avec les risques « d'auto-désignation »<sup>217</sup> des dirigeants sociaux et de fictivité du capital social, puisque les actions auto-détenues ne correspondent plus aux sommes investies par les tiers<sup>218</sup>.

C'est pourquoi, le droit français impose une double limite au volume des actions rachetées : l'une est liée à un plafonnement légal des rachats, et l'autre à un plafonnement de l'auto-détention. Le premier est prévu par l'article L. 225-209, alinéa 1<sup>er</sup> du Code de commerce, qui dispose que les dirigeants peuvent racheter, sur autorisation de l'assemblée générale, un nombre d'actions représentant jusqu'à 10% du capital social. Le plafond arrêté est ainsi un « plafond d'acquisition, et non pas d'auto-détention »<sup>219</sup> ; il est donc une contrainte en stock et non en flux<sup>220</sup>. Cependant, rien n'interdit à la société, au terme d'un programme de rachat d'actions, d'en souscrire un autre<sup>221</sup>, sur autorisation de l'assemblée générale, remettant ainsi « à zéro les compteurs du flux »<sup>222</sup>. Ainsi, cette limitation en flux ne s'explique pas par la volonté d'interdire le rachat massif des actions mais par la volonté d'obliger les dirigeants à obtenir l'accord de

---

<sup>215</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, « Rachats d'actions ou de parts sociales - Programmes de rachat d'actions », JurisClasseur, p. 11.

<sup>216</sup> Procédure autonome de celle des articles L. 225-204 et L. 225-205 du Code de commerce

<sup>217</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, *op. cit.*, p. 11.

<sup>218</sup> *Ibid.*

<sup>219</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, *op. cit.*, p. 11.

<sup>220</sup> Pour envisager la contrainte en flux, il faut « lors de chaque rachat envisagé, diviser le capital racheté (numérateur) par le montant du capital social (dénominateur). Le montant du capital social à retenir est celui de la date du rachat. Ce rapport donne la part du capital déjà rachetée ». *Ibid.*

<sup>221</sup> Confirmé depuis longtemps par la COB : Rachat par les sociétés de leurs propres actions, bilan et propositions : Bull. COB févr. 2000, p. 66.

<sup>222</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, *op. cit.*, p. 11.

l'assemblée générale chaque fois que l'opération se répète.

La deuxième limite se rattachant au volume des actions rachetées est le plafond d'auto-détention. Comme précisé précédemment, le droit français, conscient des dangers de l'auto-détention, a voulu imposer une limite, de manière générale, à la détention par la société de ses propres actions. Ainsi, selon le premier alinéa de l'article L. 225-210 du Code de commerce : « *La société ne peut posséder, directement ou par l'intermédiaire d'une personne agissant en son propre nom, mais pour le compte de la société, plus de 10 % du total de ses propres actions, ni plus de 10 % d'une catégorie déterminée.* »

Ce plafond vient s'ajouter au plafond légal de l'article 225-209 et limite fortement l'efficacité du programme de rachat d'actions en tant que défense contre une OPA hostile. En effet, face à une menace de prise de contrôle, le conseil d'administration ou de surveillance peut se voir limité dans sa stratégie, cumulativement ou alternativement, par ses bornes légales. De plus, les plafonds sont relativement bas pour mettre en œuvre une défense efficace par le biais d'un programme de rachat. Un rachat ne représentant que 10% du capital social n'est pas un pourcentage assez important pour décourager un *raider* de s'emparer de la société, surtout lorsqu'il dispose d'importants moyens financiers pour réussir sa mission.

Contrairement à la France, l'Etat du Delaware ne pose aucune limitation, ni en pourcentage, ni en nombre, les actions pouvant être rachetées puis auto-détenues, ce qu'illustre l'affaire *Weiss v. Samsonite Corporation*<sup>223</sup>, dans laquelle la société avait racheté et détenu 51% de ses propres actions. Le droit du Delaware est plus libéral que le droit français par rapport au rachat et à l'auto-détention des actions, car il prévoit une protection des différents acteurs. En effet, lorsque les actions sont rachetées, elles sont transférées au poste « *unissued shares* » (actions non émises), ce qui autorise leur remise en circulation à tout moment. Si elles ne sont pas remises en circulation, ces actions, qui sont détenues dans un « *treasury shares* » (un portefeuille), sont privées des droits politiques et capitalistiques<sup>224</sup>. De plus, le droit du Delaware offre une protection des créanciers sociaux, absente en droit français, en imposant le respect des « *equity*

---

<sup>223</sup> *Weiss versus Samsonite Corporation*, 1999, Del. Ch. LEXIS 127, *Rivista delle società* 2000, p. 222, « Acquisto di azioni proprietaria mite offerta pubblica e destensione della business judgement rule : una sentenza della Court of Chancery del Delaware ».

<sup>224</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, *op. cit.*, p. 10.

*insolvency test* » et « *balance sheet test* »<sup>225</sup> (ce sont des critères de solvabilité et du bilan laissés à l'appréciation des dirigeants).

Ainsi, l'efficacité des programmes de rachat d'actions au regard du volume d'actions pouvant être rachetées, semble atténuée par cette limite qui est complètement absente du droit américain.

## **Section 2. La vente d'actifs convoités (« *Sale of crown jewels assets* »)**

Face à une offre d'achat inamicale, la société cible peut décider de céder un actif ou une branche d'activité stratégique à une société tierce (généralement un allié), rendant ainsi l'offre initiale sans intérêt pour l'initiateur<sup>226</sup>. La vente d'un actif stratégique peut en effet constituer un moyen pour le *raider* de financer son acquisition.

Cette riposte se heurte cependant au calendrier de l'offre publique. La durée de celle-ci est, en général, relativement courte. En France, elle est fixée à 25 jours de bourse sans qu'elle puisse excéder 35 jours<sup>227</sup>, sauf prorogation décidée par l'AMF<sup>228</sup>. Aux Etats-Unis, cette durée est à quelques jours près équivalente puisqu'elle est fixée à 20 jours de bourse. La défense de la cible ne pourra donc vraisemblablement être mise en œuvre, à défaut d'avoir été envisagée avant le début de la période de l'offre<sup>229</sup>, qu'en cas de prorogation du calendrier du déroulement de l'offre.

Outre la limite du calendrier de l'offre publique, la vente d'actifs stratégiques par la société cible (I) est souvent confronté à l'obstacle de l'intérêt social (II).

### **I. Le mécanisme de la défense**

Cette défense est connue aux Etats-Unis sous le nom de « *crown jewels assets* » (« joyaux de la couronne »). Elle prend généralement la forme d'une vente du bien convoité à un allié de la société cible, laquelle est qualifiée de « *crown jewel lock-up* ». Bien que la cession d'un actif n'est pas un obstacle absolu à l'OPA hostile, elle crée au minimum des obstacles

---

<sup>225</sup> Ibid.

<sup>226</sup> *Responsibilities of Corporate Officers*, *supra* note 15, ¶ 702; BLOCK ET AL., *supra* note 29, at 399.

<sup>227</sup> RG CMF, art. 5-2-2

<sup>228</sup> RG, art. 5-1-13

<sup>229</sup> Serge Nonorgue, L'apport partiel d'actif, technique de défense anti-OPA, Bull. Joly Bourse, 01 septembre 2002, n°5, p. 397

supplémentaires pour la société attaquante, notamment parce qu'elle procure à la cible des liquidités afin de mettre en œuvre d'autres mesures défensives telles qu'un rachat d'actions ou un versement de dividendes extraordinaires.

Cette mesure défensive peut également prendre la forme d'une liquidation partielle ou totale des actifs sociaux. La liquidation partielle d'actifs résulte de la vente par la société cible d'une partie de ses actifs, suivie d'une distribution du produit de la vente à ses actionnaires. De surcroît, si elle estime que sa valeur liquidative est supérieure à celle qui résulte de l'offre hostile, la société peut procéder à une liquidation totale de ses actifs. Mais cette dernière solution est a priori quasiment impossible à mettre en œuvre compte tenu du temps nécessaire à sa réalisation, surtout si elle est décidée en réaction à l'OPA.

La validité de ces techniques défensives a rapidement été affirmée par les juges américains, sous réserve du respect de la *business judgement rule*<sup>230</sup>. A l'instar du droit américain, le droit français exige que l'intérêt social soit pris en compte<sup>231</sup> lors de la mise en œuvre des stratégies défensives<sup>232</sup>, notamment lorsque la défense consiste à soustraire, en cours d'offre, un élément stratégique du patrimoine de la cible au moyen d'un apport ou d'une vente consentie au profit d'une autre société dans le but de contraindre l'initiateur à renoncer à son offre. A cet égard, l'affaire relative à l'OPA lancée sur Perrier par Nestlé en 1992 est venue préciser la notion d'actifs essentiels. Un actif essentiel est l'actif possédé par une société et intervenant de manière conséquente dans la valorisation de ladite société<sup>233</sup>.

A la suite de la loi du 19 février 2007<sup>234</sup>, s'est posée la question de savoir si la fiducie pourrait devenir une arme juridique efficace en matière de défense anti-OPA, à l'instar du *stichting* néerlandais utilisée dans la défense d'Arcelor contre l'offre hostile lancée par Mittal Steel.

Le *stichting* néerlandais est une fondation permettant de réaliser des opérations de sanctuarisation d'actifs, notamment aux fins de les mettre à l'abri de la convoitise des

---

<sup>230</sup> V. infra

<sup>231</sup> V. infra

<sup>232</sup> C. com., art. L. 233-32, I

<sup>233</sup> V. DE BEAUFORT, *Les OPA en Europe*, Collection droit des affaires et de l'entreprise, Economica, 2001, p. 310.

<sup>234</sup> Loi n° 2007-211 du 19 février 2007

assaillants<sup>235</sup>.

Lors de l'annonce par Mittal de son OPA sur les titres d'Arcelor, Mittal avait indiqué avoir conclu un accord avec ThyssenKrupp portant sur la revente à ce dernier, en cas de succès de l'offre, de la participation qu'Arcelor venait d'acquérir dans Dofasco<sup>236</sup>. Cet actif présentait un intérêt stratégique pour Mittal, notamment parce qu'il souhaitait financer l'essentiel de la portion en numéraire de son offre par la cession de Dofasco. Constatant que la revente de Dofasco, à un prix inférieur à celui auquel elle venait de l'acquérir, était contraire à son intérêt social, Arcelor a transféré, pour une durée de trois ans, les actions qu'elle détenait dans Dofasco dans une *stichting*. En rémunération de cet apport, cette dernière a émis au profit d'Arcelor des certificats de dépôt lui conférant l'intégralité des droits politiques et pécuniaires dont elle disposait dans Dofasco avant l'apport, à l'exception d'une prérogative, réservée au conseil d'administration de la *stichting* : le pouvoir de céder les actions Dofasco.

Dans le cadre d'une offre publique, le mécanisme qui sous-tendrait l'opération fiduciaire pourrait être le transfert par la cible (le constituant de la fiducie) à un fiduciaire du pouvoir exclusif de protéger, d'une part, l'intérêt social de la cible potentielle ou actuelle et, d'autre part, l'actif stratégique contre toute mesure ou action qui serait prise par un assaillant hostile, en cas de succès de l'offre, dans le but de faire sortir cet actif du patrimoine de la cible<sup>237</sup>. Pour ce faire, Pierre Servan-Schreiber envisage l'émission d'actions de préférence par la filiale stratégique au profit du constituant, actions qui confère à ce dernier un droit unique et exclusif de se prononcer sur toute décision de cession du contrôle de cette filiale. Ces actions de préférence auraient vocation à être transférés, pour une durée déterminée dans le contrat de fiducie, à un fiduciaire dont la mission serait d'autoriser ou non la mise en œuvre de toute décision de cession. Le mécanisme proposé par la fiducie pourrait ainsi permettre de sanctuariser un actif par le transfert temporaire à un fiduciaire des titres de la filiale stratégique lui conférant le pouvoir exclusif de se prononcer sur toute décision de cession.

Cependant, la finalité de la sanctuarisation de l'actif étant de le mettre hors de portée de l'assaillant hostile dans l'hypothèse où il parviendrait à prendre le contrôle de la cible, il est

---

<sup>235</sup> Servan-Schreiber Pierre, « *La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ? – Comparatif fiducie / stichting* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 36, 6 Septembre 2007, 2055

<sup>236</sup> Société canadienne qui avait l'objet d'une bataille boursière entre ThyssenKrupp et Arcelor, remportée *in fine* par cette dernière.

<sup>237</sup> Servan-Schreiber Pierre, *op. cit.*

nécessaire que le mécanisme de la fiducie soit intangible<sup>238</sup>. L'autonomie et l'intangibilité de la *stichting*, après la prise de contrôle de la cible par un *raider*, résultent de la jouissance de la personnalité morale et de l'inamovibilité de ses administrateurs. Dès lors, une fois effectué le transfert de l'actif sanctuarisé à la fondation, il ne peut être récupéré par le constituant que dans le strict cadre des statuts de la *stichting* qu'il a lui-même rédigés<sup>239</sup>. Ainsi, les statuts de la *Strategic Steel Stichting* mise en place par Arcelor stipulaient que les administrateurs de la *stichting* ne pouvaient procéder à la cession des actions Dofasco ou à la dissolution de la *stichting* que, notamment, dans l'hypothèse d'un vote unanime des administrateurs d'Arcelor. Au terme de la bataille boursière qui a permis à Mittal Steel de s'emparer d'Arcelor, Mittal Steel souhaitait honorer l'engagement qu'elle avait pris auprès de ThyssenKrupp de lui céder les actions de Dofasco. A cette fin, les conseils d'administration de Mittal Steel et d'Arcelor ont été convoqués par Mittal afin de voter une résolution demandant expressément à la *stichting* de se dissoudre et de restituer les actions de Dofasco à Arcelor. Le Conseil d'administration de la *stichting* n'a pas accédé à la demande des conseils d'administration et a décidé de ne pas dissoudre la fondation, continuant ainsi à empêcher la cession de Dofasco à ThyssenKrupp.

Aux vues des développements susvisés, pour que la fiducie puisse être une arme anti-OPA efficace, il est nécessaire de neutraliser toute possibilité pour l'assaillant de révoquer le contrat de fiducie. Il convient donc de désigner un bénéficiaire qui ne pourrait, en aucun cas, être à la main de l'offrant<sup>240</sup>. Sauf à désigner comme bénéficiaire une *stichting*, l'intangibilité du mécanisme de la fiducie semble a priori compromise. Selon Pierre Servan-Schreiber, l'intangibilité de la fiducie pourrait néanmoins être envisageable si elle est couplée au *trust*. En effet, il estime que la fiducie pourrait être utilisée à titre de garantie dans une opération de renchérissement d'une offre et de sanctuarisation d'actifs. La cible (le constituant) transmettrait, dans le cadre d'un contrat de fiducie, les titres de la filiale stratégique à un *trust*<sup>241</sup> (le bénéficiaire) en garantie d'un emprunt. Ce mécanisme complexe offrirait deux avantages. D'abord, il permettrait de renchérir considérablement le coût de l'offre. Ensuite, il permettrait de sanctuariser de manière irrémédiable l'actif stratégique sur lequel le *raider* comptait pour financer son offre<sup>242</sup>.

---

<sup>238</sup> Servan-Schreiber Pierre, op. cit.

<sup>239</sup> Servan-Schreiber Pierre, op. cit.

<sup>240</sup> Ce ne peut être le constituant car si le *raider* prend le contrôle du constituant, il pourra révoquer le contrat de fiducie et dès lors disposer des actifs qu'il convoitait.

<sup>241</sup> Ce *trust* pourrait être un établissement de crédit

<sup>242</sup> Servan-Schreiber Pierre, op. cit.

Bien que vente d'actifs stratégiques permette de soustraire l'actif convoité des mains du *raider*, et ce faisant de rendre l'offre d'achat intéressante pour ce dernier, sa mise en œuvre se heurte à un obstacle important : l'intérêt social.

## **II. La limite : l'intérêt social**

Si la vente d'actifs convoités peut constituer une stratégie de défense anti-OPA pour la société, elle ne doit toutefois pas conduire les dirigeants à faire échec au lancement de l'offre ou à son déroulement. Autrement dit, la protection de la cible ne doit être un moyen pour les dirigeants de préserver le contrôle qu'ils exercent au sein de la société dont ils estiment que le maintien est conforme à son intérêt. En effet, un tel maintien ne coïncide pas nécessairement avec l'intérêt de la société ou celui des actionnaires, notamment minoritaires au profit desquels l'offre publique permet de réaliser une plus-value de sortie. D'autant plus que ce procédé défensif peut avoir des conséquences sur la valorisation de la société cible du fait de l'imputation d'un actif important<sup>243</sup>. Pour ces raisons, les droits français et américain exigent des dirigeants qu'ils prennent en compte l'intérêt des actionnaires dans mise en œuvre de la défense « *crown jewels assets* ».

**Le droit français.** En France, cette exigence résulte des dispositions de l'article L. 233-32, I, du Code de commerce qui dispose que « Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée, peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société ». A ce titre, une cession d'actifs trop importants pourrait être considérée par les juridictions françaises comme un acte « anormal » contraire à l'intérêt social<sup>244</sup>.

**Le droit américain.** Aux Etats-Unis, la validité de cette défense est examinée par les juges américains au regard la « Business judgment rule »<sup>245</sup>. Dans un arrêt *Carter Hawley Hale Stores v. The Limited Inc.*, la Cour a considéré que les dirigeants devaient démontrer que la vente d'actifs stratégiques profitait aux actionnaires de la société. Il en résulte que la validité

---

<sup>243</sup> Ibid.

<sup>244</sup> M. Keita, note sous Cass. com., 24 févr. 1998, préc., p. 34 ; B. Petit, note sous Cass. com., 24 févr. 1998, préc.

<sup>245</sup> V. infra.

de défense est subordonnée au respect de l'intérêt des actionnaires<sup>246</sup>. A contrario, la stratégie défensive ne sera pas admise lorsqu'elle aura été mise en place dans le seul but de conserver la position des dirigeants au sein de la société<sup>247</sup>.

La notion d'intérêt des actionnaires a été précisée dans une affaire *Hanson Trust plc v. ML SCM Acquisition*<sup>248</sup>, dans laquelle la Cour du Delaware estime que la vente des « bijoux de la couronne » est conforme aux intérêts des actionnaires, et donc valide, si elle conduit à la proposition d'une offre concurrente d'un prix supérieure à celle initialement proposée par le *raider*.

Par ailleurs, le moment où intervient la vente de l'actif est cruciale dans l'appréciation de la validité de celle-ci. En effet, une cession qui intervient avant le lancement d'une OPA hostile aura plus de chance d'être validée par le juge<sup>249</sup>.

Enfin, selon le droit du Delaware, la société doit également obtenir l'approbation des actionnaires préalablement à la vente de tout ou partie de ses actifs. Il s'agit ainsi de concilier les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires.

---

<sup>246</sup> Carter Hawley Hale Stores v. The Limited Inc

<sup>247</sup> Joseph E. Seagram & Sons, Inc. v. Abrams, 510 F. Supp. 860, 862 (S.D.N.Y. 1981) : a court, however, will enjoin these transactions where the target board has acted « *to keep control of the company entrenched within the present board of directors regardless of the company's real best interests or else to dismember it piece by piece, even to the point of liquidation of the enterprise.* » Although this case was decided prior to *Unocal*, courts will deem management's entrenchment a conflict of interest and refuse to protect the target board under the business judgment rule.

<sup>248</sup> Hanson Trust plc v. ML SCM Acquisition, (Del. 1988)

<sup>249</sup> Hastings-Murtagh v. Texas Air Corporation, 649 F. Supp. 479 (S.D. Fla. 1986)

## **CHAPITRE 2. LES DEFENSES « RIPOSTES »**

La société qui fait l'objet d'une OPA hostile peut rechercher des alliances (Section 1) ou, plus encore, lancer à son tour une offre d'achat sur le *raider* (Section 2) afin d'entraîner l'échec de celle-ci.

### **Section 1. Le jeu des alliances**

Jean Saint-Geours disait « L'OPA a déjà “ses contes et légendes”. Les chevaliers blancs entrent en lice pour bouter les féroces chevaliers noirs... »<sup>250</sup>. En l'occurrence, la société visée par une offre d'achat hostile peut, à titre défensif, procéder à une émission d'actions au profit d'alliés (II), ou solliciter de ces derniers qu'ils procèdent à une OPA concurrente (I).

#### **I. Le chevalier blanc (« *White knight* »)**

**Le mécanisme.** Confrontée à une offre inamicale, la société attaquée peut faire appel à un chevalier blanc afin qu'il procède à une OPA concurrente. Le surenchérissement de l'offre initiale par le sauveur de l'entreprise entraîne de surcroît la valorisation des actions de la société cible, et permet ainsi aux actionnaires d'obtenir une meilleure contrepartie en cas d'apport de leurs actions. L'efficacité de cette défense a fait ses preuves à maintes reprises, notamment lors de la tentative d'OPA initiée par Generali sur Allianz en 1997, laquelle a fait appel au chevalier blanc AGF, contrant ainsi l'offre initiale.

Cette stratégie défensive semble a priori être bénéfique tant pour les actionnaires (valorisation de leurs actions) que pour la société. Ce propos doit néanmoins être nuancé puisqu'en cas de succès du chevalier blanc, le contrôle de la société cible changera. La défense n'est donc pas absolue.

**Les limites.** Les mandataires sociaux conservent, en période d'offre publique, le pouvoir de gestion des affaires courantes de la société. Il en résulte pour eux le droit de rechercher des offres concurrentes, dans la limite de l'intérêt social<sup>251</sup>. C'est la considération de l'intérêt social qui doit guider et borner l'action des dirigeants dans la conduite de la société

---

<sup>250</sup> Citation de M. Jean Saint-Geours dans sa préface à la première édition de l'ouvrage du professeur Alain Viandier sur les « OPA-OPE ».

<sup>251</sup> C. com., art. L. 233-32, I ; en droit américain : « *Business judgement rule* ».

en période d'OPA<sup>252</sup>, et non la considération de leurs propres intérêts<sup>253</sup>.

Outre la limite de l'intérêt social, les dirigeants sont également soumis à un devoir de loyauté lors de la mise en œuvre de mesures de défense en cours d'offre. Ce devoir de loyauté, en droit français, résulte de l'article 231-3 du règlement général de l'AMF qui impose de respecter le « libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs de titres des personnes concernées, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et sa compétition ».

C'est ainsi que la Cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 27 avril 1993, a pu juger que la recherche par les dirigeants d'un chevalier blanc ne devait pas fausser le déroulement de l'offre, notamment en accordant à celui-ci un avantage déterminant par avance le succès de l'offre<sup>254</sup>. Aussi, il faut considérer que toute action des dirigeants se traduisant par des obstacles à l'obtention de surenchères est ainsi assimilée à un acte déloyal à l'égard du marché boursier<sup>255</sup>. Par conséquent, « les dirigeants français d'une société concernée par une OPA ont l'obligation de ne rien faire pour annihiler les propositions d'offres supérieures »<sup>256</sup>.

A l'instar du droit français, les dirigeants américains doivent agir dans l'intérêt de la société<sup>257</sup>, et doivent éviter tout conflit d'intérêt. Dans une affaire *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc*<sup>258</sup>, la Cour du Delaware précise que le fait de maintenir des mesures défensives visant uniquement à exclure l'initiateur de l'OPA en favorisant déraisonnablement un autre acquéreur, le chevalier blanc, constitue une atteinte au devoir de loyauté<sup>259</sup>.

---

<sup>252</sup> A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, éd. Francis Lefebvre, 1999, spéc. p. 329, no 1984.

<sup>253</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires, Economica*, 11<sup>e</sup> éd., 2002, p. 637, n° 596

<sup>254</sup> CA Paris, 27 avr. 1993 : JCP E, 1993, 457, note A. Viandier.

<sup>255</sup> CA Paris, 1<sup>ère</sup> ch., 17 juin 1999 : Juris-data, no 1999-101619 ; Bull. Joly Bourse, 1999, p. 484, § 95.

<sup>256</sup> Les administrateurs américains doivent rechercher les meilleures offres afin de satisfaire l'intérêt des actionnaires ; v. infra.

<sup>257</sup> Assimilé à ce celui de ses actionnaires

<sup>258</sup> *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. Supr. 1986).

<sup>259</sup> Les administrateurs de Revlon ont donc été condamnés pour manquement à leur devoir de loyauté.

A l'inverse de l'arrêt *Unocal v. Mesa Petroleum*<sup>260</sup> qui reconnaissait à la direction le pouvoir de tenir compte de l'intérêt de la société dans son ensemble et des intérêts des actionnaires à long terme<sup>261</sup>, l'arrêt *Revlon* circonscrit le devoir de loyauté des administrateurs à l'obtention de la « meilleure valeur raisonnablement disponible à court terme pour les actionnaires<sup>262</sup>, peu importe les perspectives futures exposées par l'initiateur de l'offre »<sup>263</sup>.

Pour conclure, lorsqu'elle est mise en œuvre conformément à l'intérêt de la société, la recherche par la société cible d'un chevalier blanc peut s'avérer être une défense efficace en raison du surenchérissement de l'offre initiale et de la valorisation des titres de la société attaquée. Cependant, cette stratégie n'est pas absolue parce que, d'une part, le *raider* peut toujours surenchérir à son tour et, d'autre part, la cible subira inéluctablement un changement de contrôle en cas de succès du chevalier blanc.

## **II. L'émission de titres donnant accès au capital**

En réaction à une offre hostile, la société cible pourrait envisager de procéder à une augmentation de capital par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital (obligations convertibles, obligations à bons de souscription autonome) réservée à des tiers « amis ». La société pourrait également avoir procédé à cette émission, avant tout offre, au profit d'une société constituée de plusieurs alliés, conservant les titres et n'exerçant la conversion ou la souscription qu'au moment du lancement d'une OPA hostile. Le capital de la société se trouve ainsi augmenté et un allié important apparaît, diluant par la même occasion l'initiateur de l'offre.

Ce procédé a été utilisé pour la première fois lors de l'OPA lancée par Schneider sur La Télémécanique électrique en 1988. La société visée avait émis des bons de souscription au profit de Cofitel. Peu de temps après le dépôt de l'offre de Schneider, le contrôle de Cofitel fut pris par Framatone, chevalier blanc, qui donna à Cofitel les moyens d'exercer une partie des bons et qui déposa ultérieurement une offre concurrente. A cette occasion, une demande de

---

<sup>260</sup> *Unocal v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946 (Del. Supr. 1985).

<sup>261</sup> V. supra : l'arrêt *Unocal* confère un rôle actif aux mandataires sociaux face à une OPA hostile et coercitive.

<sup>262</sup> *Paramount Communication Inc. v. QVC Network Inc.*

<sup>263</sup> *Ibid.*

mise sous séquestre des bons et actions fût formée devant la COB (aujourd'hui l'AMF), puis devant le tribunal de commerce de Paris puis la Cour d'appel de Paris<sup>264</sup>. Parallèlement, Schneider intenta une action au fond, d'une part, pour faire annuler l'émission des bons de souscription, prétendant que l'opération avait été présentée comme le moyen de renforcer la participation du personnel, alors que le contrôle de Cofitel avait ultérieurement échappé aux salariés et, d'autre part, pour faire prononcer la nullité de la cession des actions Cofitel, car elle revenait à une acquisition indirecte des actions Télémécanique contraire à la réglementation boursière. Cependant, l'action au fond pris fin suite au succès de l'OPA lancée par Schneider<sup>265</sup>.

Cette affaire a conduit à préciser les conditions de l'émission par la cible de titres donnant accès à terme au capital réservée à une société constituée par plusieurs alliés. D'abord, le capital de la société attributaire des bons de souscription doit être détenue par des investisseurs indépendants de la société, « ayant la capacité d'exercer les bons sans aide extérieure »<sup>266</sup>, en particulier sans l'aide financière de la société cible. Il en résulte qu'elle doit disposer, d'une part, d'une liberté et autonomie de décision entières et, d'autre part, d'un objet social général<sup>267</sup>. Ensuite, une transparence totale est requise lors de l'émission de bons, la société cible devant préciser à cette occasion les motifs de celle-ci et le rôle de la société coquille en cas d'attaque. Enfin, dès le lancement de l'OPA hostile, aucune opération de cession ne peut intervenir qui porterait atteinte aux titres de la société cible. A l'instar de la défense « *white knight* », il ressort de l'ensemble de ces conditions une obligation pour la société émettrice d'agir dans l'intérêt de ses actionnaires en ne faussant pas le libre jeu des offres<sup>268</sup>.

Une autre possibilité pour la société cible de se défendre contre une offre inamicale est de directement attaquer l'initiateur de l'offre hostile, ce qui permet d'éviter au moins théoriquement tout changement de contrôle. Comme le dit le dicton « on est jamais si bien servi que par soi-même ».

---

<sup>264</sup> CA Paris, 18 mars 1988 : JCP 88, éd. E, 15177, n° 27 A. Viandier et K.-J. Causain

<sup>265</sup> Viandier A., op.cit, note n° 641

<sup>266</sup> Comp., COB, Bull. mens., avril 1987

<sup>267</sup> Dans l'affaire Télémécanique, l'objet de Cofitel était exclusivement la prise de participation au sein de Télémécanique.

<sup>268</sup> V. Supra

## Section II. La défense « Pacman »

Du nom du célèbre jeu vidéo dans lequel chacun des protagonistes cherche à se manger l'un l'autre, la défense « Pacman » consiste à déstabiliser l'assaillant en inversant le scénario de l'offre hostile. Afin de se défendre, la société cible va alors adopter une attitude offensive en lançant à son tour une offre sur l'initiateur de l'OPA. S'analysant comme une contre-offre, elle doit répondre aux mêmes conditions que l'offre initiale, et se voit également appliquer la même procédure.

Cette stratégie défensive, originaire des Etats-Unis, est rarement utilisée par les sociétés, notamment par qu'elle suppose que la société dispose d'important capitaux afin de financer à la fois la contre-offre et les autres mécanismes de défense susceptibles de faire échouer l'offre initiale. Cette contre-offre conduira généralement au retrait de l'offre initiale, ou au moins, à contraindre le *raider* à surenchérir son offre.

La défense « Pacman » a pour la première fois été utilisée par NLT Corp. contre American General en 1982, mais elle a abouti sur une offre amicale. Elle a également été tentée sans succès par les dirigeants d'Elf-Aquitaine en 1999 face au groupe Total-Fina.

Corrélativement à la limite du financement de la contre-offre, la société cible va également se heurter, comme vu précédemment, à l'intérêt social. En effet, il est fort probable que les juges, aussi bien français qu'américains, estiment que la mise en œuvre d'une telle défense ne soit pas justifiée par l'intérêt de la société et des actionnaires, en particulier eu égard aux financements importants qu'elle suppose. En revanche, la solution serait sans doute inverse si la défense aboutit à un surenchérissement de l'offre initiale, les actionnaires retirant une valorisation de leurs titres.

Une autre alternative, moins coûteuse, peut également être envisagée par la société cible. Cette dernière peut lancer une contre offre publique d'échange (OPE), laquelle consiste à échanger des titres de la société cible contre des titres de la société à l'origine de l'offre.

Outre les défenses ci-dessus énoncées, la société cible dispose d'autres arsenaux afin de se prémunir contre une prise de contrôle hostile, tels que la défense « *fatman* » et les recours judiciaires. La défense « Fat-Man » consiste à accroître la cible en absorbant d'autres sociétés (notamment des filiales) ou en procédant à une augmentation de capital afin d'augmenter significativement le coût de l'offre publique, devenant ainsi « trop gros » pour l'initiateur de

l'offre. Les recours judiciaires, par exemple contre la décision de recevabilité du projet d'offre, peuvent être utilisés par la société cible comme moyen de défense anti-OPA. Cependant, les défenses judiciaires ont principalement un effet dilatoire, car elles peuvent permettre à la cible d'allonger la durée de l'offre publique.

### **TITRE 3. LE CONTRÔLE DE L'ACTION DES DIRIGEANTS** **DANS LA MISE EN ŒUVRE DES DÉFENSES**

A la différence du droit américain qui reconnaît depuis longtemps la compétence des organes d'administration ou de direction dans l'adoption et la détermination des mesures de défenses anti-OPA, le droit français s'est montré hostile à une telle reconnaissance jusqu'à la loi du 29 mars 2014<sup>269</sup>. L'article L. 233-32<sup>270</sup> met en effet fin au principe de neutralité<sup>271</sup> et affirme la liberté des organes d'administration ou de direction pour mettre en œuvre toute mesure susceptible de faire échec à l'offre.

Toutefois, cette compétence des mandataires sociaux dans la mise en œuvre des défenses n'est pas absolue, elle se heurte tant en droit français qu'en droit américain à la limite de l'intérêt social. L'intérêt social est érigé comme un moyen de contrôler l'action des dirigeants. L'article L. 233-32, I dispose en effet que « Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration ou le directoire, (...), peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, (...) dans la limite de l'intérêt social de la société. ». En droit américain, cette limite résulte des devoirs fiduciaires (« *fiduciary duties* ») des dirigeants qui leur impose d'agir dans le meilleur intérêt de la société et des actionnaires. Le cadre d'évaluation de ces devoirs fiduciaires est fourni par la *business judgment rule*, selon laquelle les dirigeants doivent agir avec diligence, loyauté et bonne foi.

---

<sup>269</sup> Loi du 29 mars 2014 qui a modifié les dispositions du Code de commerce relative à la compétence dans l'adoption et la détermination des défenses anti-OPA en ses articles L. 233-32, I et L. 233-33.

<sup>270</sup> Insérer art

<sup>271</sup> Déf ppe de neutralité

Le contrôle de la mise en œuvre des stratégies de défense anti-OPA s'opère néanmoins de manière distincte selon la prise en compte, d'une part, de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes<sup>272</sup> (**Chapitre 1**) et, d'autre part, de l'intérêt des seuls actionnaires (**Chapitre 2**) de la société.

## **CHAPITRE 1. L'INTERET SOCIAL ELARGI, LIMITE A L'ACTION DES DIRIGEANTS**

Dès 1985, les tribunaux du Delaware ont cherché à encadrer la mise en œuvre par les dirigeants des défenses anti-OPA à travers un contrôle renforcé reposant principalement sur la protection des intérêts de la société, entendu au sens large (Section 1). En France, cette prise en compte de l'intérêt de la société en tant que limite à l'action des dirigeants ne fût consacrée qu'à l'issue de la loi « Florange » du 29 mars 2014 (Section 2).

### **Section 1. Un contrôle renforcé : l'« *enhanced scrutiny* »**

Dans un arrêt de principe *Unocal v. Mesa Petroleum* (1985)<sup>273</sup>, la Cour suprême du Delaware élabore pour la première fois un examen renforcé des stratégies de défense anti-OPA prises par les dirigeants au travers d'un nouveau critère : « l'enhanced scrutiny » ou *business judgment* « augmenté ».

Selon la Cour suprême, lorsqu'un conseil d'administration prend des mesures de défense en vue de faire échouer une offre publique hostile, le risque que celui-ci agisse principalement dans son propre intérêt au détriment de celui de la société ou de ses actionnaires est omniprésent<sup>274</sup>.

Comme vu précédemment, l'action des organes d'administration ou de direction est limitée par la *business judgment rule*. Cette règle présume que les dirigeants agissent de manière loyale,

---

<sup>272</sup> On entend par « parties prenantes » les intérêts de la société cible, des créanciers, des salariés, des actionnaires...

<sup>273</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, Delaware Supreme Court, 1985, 493 A. 2d 946

<sup>274</sup> *Ibid.* : « *Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred* ».

diligente et de bonne foi à l'égard de la société et des actionnaires. Cette présomption d'action conforme à l'intérêt de la société et des actionnaires par les administrateurs ne jouera qu'après la satisfaction de deux tests.

Le contrôle renforcé (« *enhanced scrutiny* ») de l'action des dirigeants mise en place par la Cour Suprême comprend en effet deux tests : le test des motifs raisonnables dans la perception de la menace (« *reasonable test* ») et le test de la proportionnalité de la défense par rapport à la menace (« *proportionate test* »).

**Le test des motifs raisonnables dans la perception de la menace.** D'abord, le conseil d'administration doit être en mesure de démontrer qu'il était raisonnablement bien fondé à croire que l'offre hostile aurait constitué pour la cible un danger pour sa politique ou un risque économique<sup>275</sup>.

De manière générale, la jurisprudence considère ce premier test est satisfait lorsque les dirigeants ont agi de bonne foi et après une étude raisonnable de l'offre<sup>276</sup>.

*Le critère de la bonne foi* renvoie à la distinction entre intérêt de la société et intérêt personnel des dirigeants. Les dirigeants seront considérés avoir agi de bonne foi uniquement lorsqu'ils ont agi en réaction à une menace perçue envers la société et non dans le but de préserver leurs fonctions<sup>277</sup>.

*Le critère de l'étude raisonnable de l'offre* suppose que les administrateurs prouvent qu'ils étaient informés de manière adéquate, de sorte qu'ils ont pu avoir une opinion objective quant à la menace représentée par l'offre. Dans une affaire *Paramount Communications v. Times*<sup>278</sup>, la Cour du Delaware a précisé que, dans le cadre de son appréciation du risque représenté par l'offre sur la politique de la société, les administrateurs étaient libre d'examiner, notamment, la nature et le calendrier de l'offre, le risque que l'offre n'aboutisse pas, la qualité des titres offerts

---

<sup>275</sup> Ibid. : « reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed ».

<sup>276</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, Delaware Supreme Court, 1985, 493 A. 2d 946 : « by showing good faith and reasonable investigation »

<sup>277</sup> Ibid. : « *Solely or primarily out of a desire to perpetuate themselves in office* ».

<sup>278</sup> *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990)

en échange et l'impact de l'offre sur les parties prenantes autres que les actionnaires. La jurisprudence incite donc les dirigeants à se préoccuper des intérêts de long terme de la société plutôt que de l'augmentation de la valeur à court terme et la seule recherche d'un meilleur prix possible pour les actionnaires<sup>279</sup>. En effet, bien qu'à court terme, une OPA peut s'avérer profitable aux actionnaires qui souhaitent se délester de leur participation, elle peut en revanche avoir des conséquences négatives sur l'emploi, la situation des créanciers sociaux...

Si le premier test est satisfait, les dirigeants devront alors démontrer que les mesures de défenses adoptées étaient proportionnelles à la menace.

**Le test de la proportionnalité de la défense par rapport à la menace.** Ensuite, les dirigeants devront prouver que la mesure de défense adoptée était proportionnelle à la menace que faisait pesait l'offre sur la société.

Dans l'appréciation de la proportionnalité de la mesure à l'égard de la menace, l'arrêt *Unitrin*<sup>280</sup> a précisé que le juge devait vérifier que la riposte n'était pas « draconienne », c'est-à-dire « prohibitive » ou « coercitif ». La Cour Suprême a été amené à définir ces éléments dans une affaire *Omnicare*<sup>281</sup>. Une mesure est « coercitive » lorsqu'elle a pour objectif de forcer la main des actionnaires en leur imposant une option soutenue par les dirigeants au détriment de l'offre publique. En revanche, la mesure « prohibitive » est celle qui prive les actionnaires du droit de bénéficier de plusieurs offres ou prive l'initiateur de l'offre de la possibilité de prendre le contrôle de la société, notamment en limitant tout « *proxy contest* »<sup>282</sup>.

A titre d'exemple, a été prononcée la nullité d'un dispositif de « lock-up » mis en place par le conseil d'administration d'une société cible en raison de sa nature « prohibitive » et « coercitive ». Selon l'accord de fusion, le conseil s'était en effet engagé à soumettre le projet de fusion à l'assemblée générale des actionnaires de la cible (dont le vote positif était garanti au moyen d'un pacte d'actionnaire et d'une convention de vote) et ce, y compris en cas de rejet ultérieur de la fusion par le conseil d'administration de la cible. Ce dispositif de « lock up »

---

<sup>279</sup> *TW Servs., Inc. Sh. Lit.*, (1989 *Transfert Binder*) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶94, 334, spéc. 92,178-180 (D. Del. 1989) : « Directors, in the business and affairs of the corporation, may find it prudent (and are authorized) to make decisions that are expected to promote corporate (and shareholder) long-run interests, even if short run value can be expected to be negatively affected ».

<sup>280</sup> *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995)

<sup>281</sup> *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare*, 818 A.2d 914 (Del. 2003).

<sup>282</sup> *Ibid.*

mettait donc les actionnaires devant un « fait accompli » destiné à imposer la réalisation de la fusion amicale au détriment de toute opération alternative<sup>283</sup>.

Par ailleurs, outre son caractère « draconien », la réponse peut également être considérée comme disproportionnée si elle ne correspond pas à une panoplie de mesures de défenses raisonnables eu égard à la menace perçue par la société<sup>284</sup>. A cet égard, la jurisprudence exerce un contrôle *in concreto* pour déterminer si la stratégie défensive était raisonnable par rapport à la menace. Le caractère raisonnable de la défense mise en place par l'administrateur est déterminée au regard de la menace spécifique au moment où celle-ci était identifiée<sup>285</sup>.

Lorsque les deux tests sont satisfaits, le juge va ensuite examiner le respect par l'organe d'administration de l'intérêt social dans la mise en œuvre des mesures de défenses. A ce titre, les dirigeants bénéficient à nouveau de la présomption simple de conformité de leur action à l'intérêt de la société et des actionnaires, découlant de la *business judgment rule*. Aussi, il appartiendra au plaignant de démontrer que les dirigeants ont méconnu leur devoir de loyauté, de diligence et de bonne foi.

Bien que la jurisprudence Unocal opère, au stade de l'examen « enhanced scrutiny », un renversement de la charge de la preuve, l'invalidité des mesures de défenses est rarement prononcée par les juridictions. En effet, celles-ci interprètent l'exigence de la proportionnalité de la riposte à la menace perçue de façon extrêmement souple. Les juges accordent en effet une certaine liberté au conseil d'administration dans le choix et l'étendue des mesures défensives pouvant être mises en œuvre pour faire échec à une OPA ou, du moins, garantir le succès d'une offre amicale.

La Cour of Chancery a régulièrement admis des indemnités de rupture avoisinant les 3% de la valeur de l'opération<sup>286</sup>. Dans l'affaire CVS Corporation, le juge Chandler a précisé que la licéité d'une indemnité de rupture n'était pas fonction d'un montant ou d'un pourcentage prédéterminé, mais qu'il convenait d'apprécier sa licéité au regard de faisceau d'éléments, tels que le montant global de l'indemnité, sa valeur eu égard à la taille de l'opération, sa contrepartie

---

<sup>283</sup> 818 A.2d 914 at 936.

<sup>284</sup> *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, 1385-88 (Del. 1995).

<sup>285</sup> *Versata Enters., Inc. v. Selectica, Inc.*, 5 A.3d 586 (Del. 2010)

<sup>286</sup> *McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492, 505-06 (Del. Ch. 2000)

éventuelle sous forme de prime de cession...<sup>287</sup>

A l'inverse, la défense mise en place par l'organe d'administration qui vise uniquement à perpétuer son contrôle sur la société sera, le plus souvent, invalidée par les juges<sup>288</sup>. Une telle solution est logique, la notion d'intérêt social prise en compte dans l'appréciation de la validité des mesures anti-OPA vise essentiellement à encadrer la finalité des actes de gestion des dirigeants qui pourraient être tentés d'engager les ressources de la société, soit pour faire obstacle à l'offre si celle-ci constituait une menace pour leur avenir dans la société ; soit, au contraire, pour la faire aboutir lorsqu'une prime élevée leur serait proposée par l'initiateur de l'offre<sup>289</sup>.

Pour conclure, la mise en œuvre des défenses anti-OPA par les organes de direction ou d'administration est soumise à un double contrôle. Le premier contrôle de l'*enhanced scrutiny* qui soumet les mécanismes défensifs à un test à deux étapes : le *reasonable test* et le *proportionate test*. Le second contrôle, en revanche, ne sera mis en œuvre qu'en cas de succès du premier, et consiste à examiner la conformité des mesures défensives à l'intérêt des parties prenantes. Si ces deux contrôles s'avèrent positifs, l'action du dirigeant sera considérée raisonnable et proportionnelle à la défense, et donc conforme à l'intérêt de la société et des actionnaires.

## **Section 2. L'intérêt de la société : instrument de contrôle de l'action des dirigeants en droit français**

La loi du 29 mars 2014 introduit un « modèle de gouvernance « à la française » qui protège réellement l'entreprise »<sup>290</sup>. Conformément à cet objectif, l'article L. 233-32 du Code de commerce autorise les organes d'administration ou de direction à mettre en œuvre toute mesure susceptible de faire échec à l'offre, dans la limite de l'intérêt social de la société.

---

<sup>287</sup> LA. Mun. Police Empl. Ret. Sys. v. Crawford, 2007 Del. Ch. Lexis 27 (Del. Ch. 2007).

<sup>288</sup> A propos d'un ESOP, mis en place dans le seul but de perpétuer le contrôle du conseil d'administration : Frantz Mfg. Co v. EAC Indus., 501 A.2d 401 (Del. 1985).

<sup>289</sup> E. Cafritz, D. Caramalli, « Les mesures de défense anti-OPA à l'épreuve de l'AMF. La licéité contestée des "Bons Plavix" », Mélanges AEDBF-France IV, p. 67.

<sup>290</sup> V. Rapport de l'Assemblée Nationale, n°1283, p. 37.

Le droit français érige ainsi l'intérêt social comme instrument du contrôle de l'action des dirigeants. Le rapport de la Commission des finances du Sénat du 13 octobre 2000<sup>291</sup>, rédigé lors de la transposition de la Directive OPA, l'a parfaitement souligné : « *la notion d'intérêt social, (...), se révèle protectrice des actionnaires et constitue un facteur dissuasif pour des mesures de défense qui placeraient de manière trop apparente les dirigeants en situation de conflit d'intérêts, voire d'abus de bien social* ».

Il est intéressant de constater que l'article L. 233-32 fait référence non pas à l'intérêt social, mais à l'intérêt social « de la société ». Ces termes ne sont pas sans rappeler la notion d'intérêt des parties prenantes du droit américain. Aussi, il s'agirait de prendre en compte dans la mise en œuvre des défenses anti-OPA l'intérêt de la société dans son ensemble. Un tel intérêt pourrait également se définir, dans les termes du rapport Viénot de 1995 sur le conseil d'administration des sociétés cotées, comme « *l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers (...) mais qui correspondent à un intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise* ». En tout état de cause, qu'il s'agisse de l'intérêt des parties prenantes ou de l'intérêt supérieur de la société, c'est bien un intérêt social élargi qui est pris en compte, lequel ne se borne pas au seul intérêt des actionnaires.

Le contrôle de la conformité de l'action défensive du conseil d'administration à l'intérêt social de la société s'opère à plusieurs niveaux. D'abord, le directoire ne peut mettre en œuvre des mesures de défense qu'après avoir reçu l'autorisation du conseil de surveillance<sup>292</sup>, dont la mission consiste à exercer un contrôle permanent de la gestion de la société. Ce dernier bénéficie en effet d'un droit de veto sur la mise en œuvre de ces mesures, ce qui permet notamment de contrôler et filtrer les situations de conflits d'intérêts dans lesquelles peuvent se trouver les dirigeants.

Ensuite, des limitations au pouvoirs des dirigeants peuvent être apportées par les actionnaires<sup>293</sup>. Ceux-ci peuvent, à la majorité qualifiée des deux tiers, insérer dans les statuts

---

<sup>291</sup> Rapport n° 20 (2005-2006) de M. Philippe Marini, fait au nom de la Commission des finances : <http://www.senat.fr/rap/105-020-/105-020.html>.

<sup>292</sup> C. com., art. L. 233-32, I.

<sup>293</sup> Ibid.

le principe de neutralité<sup>294</sup> qui rappelons-le (i) impose au dirigeants d'obtenir, en période d'offre, l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre ; (ii) suspend toute délégation dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, et (iii) confère à l'assemblée générale le pouvoir d'approuver ou de confirmer toute décision prise avant la période d'offre, non encore totalement ou partiellement mise en œuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre<sup>295</sup>. L'insertion d'une clause statutaire de neutralité permet ainsi aux actionnaires de s'assurer un droit de regard, voire de veto sur l'adoption des stratégies défensives par les dirigeants. Ils pourraient aller plus loin en désactivant l'exception de réciprocité, et en prévoyant alors que le principe de neutralité s'applique à toute offre<sup>296</sup> (contrairement au droit positif antérieur qui neutralisait le principe de neutralité lorsque l'initiateur de l'offre n'était pas soumis à ce principe).

Autre forme du contrôle de l'action des dirigeants : l'avis motivé rendu par le conseil d'administration de la société cible. L'article 231-19 du règlement général de l'AMF<sup>297</sup> impose aux dirigeants de rédiger un avis motivé sur l'offre d'achat afin d'éclairer les actionnaires dans leur décision d'apporter ou non leurs titres. Ce même article précise que cet avis doit se prononcer sur « l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés ». La marge de manœuvre du conseil d'administration est *de facto* réduite car il devra fonder sa position défensive sur des éléments objectifs et prendre en compte l'intérêt des actionnaires et des salariés. Cet avis motivé fait fortement écho à l'exigence d'étude raisonnable de l'offre par les dirigeants dans le cadre du *reasonable test* de la jurisprudence *Unocal*<sup>298</sup>, laquelle préconise de prendre en compte l'impact de l'offre sur les parties prenantes<sup>299</sup>. Aussi, pour rendre un avis défavorable, l'organe compétent devra être en mesure de démontrer aux actionnaires et salariés en quoi l'offre ne sert pas leurs intérêts. En d'autres termes, les dirigeants sont les gardiens de l'intérêt social.

Par ailleurs, le défaut de conformité de l'action défensive des dirigeants à l'égard de l'intérêt de la société est de nature à engager leur responsabilité. Comme en droit américain, cet intérêt

---

<sup>294</sup> C. com., art. L. 233-33, transposant l'article 12 de la Directive OPA du 24 avril 2004

<sup>295</sup> Principe de neutralité consacré par l'article L. 233-33, dans sa rédaction antérieure à la loi « Florange ».

<sup>296</sup> C. com., art. L. 233-33, III ; pour la définition de l'exception de réciprocité : v. supra.

<sup>297</sup> Figure également à l'art. 9 § 5 de la Directive OPA.

<sup>298</sup> V. supra

<sup>299</sup> V. note n° 272

de la société ne se confond pas avec l'intérêt des dirigeants. Toute utilisation de mesures de défense anti-OPA s'appréciera donc à l'aune de l'intérêt social. A ce titre, l'utilisation de délégations pour effectuer une émission de titres devra avoir pour finalité de permettre une levée de fonds nécessaire à l'activité de l'émetteur et non simplement de renchérir sur le prix de la cible<sup>300</sup>. Pareillement, la vente d'actifs stratégiques (« *sale of crown jewels assets* »), par définition indispensables à l'activité de la société cible, qui serait uniquement motivé par la volonté de faire échec à l'offre hostile n'est pas compatible avec les devoirs des dirigeants<sup>301</sup>. On retrouve ainsi à travers l'obligation d'agir dans l'intérêt de la société l'idée, présente en droit américain, selon laquelle le dirigeant doit agir avec diligence, loyauté et bonne foi quant à l'adoption des stratégies défensives.

Dans le prolongement du respect de l'intérêt de la société, et plus particulièrement des salariés, qui incombe aux administrateurs, la loi oblige ces derniers à consulter le comité d'entreprise (si la cible en est dotée) préalablement à la mise en œuvre des défenses<sup>302</sup>.

Enfin, la méconnaissance de l'intérêt social par les mandataires sociaux serait contraire aux principes de la *soft law* de bonne conduite de la gouvernance d'entreprise, auxquels les sociétés cotées sont invitées à se référer aux termes de l'article L. 225-37 du Code de commerce. Bien que pas spécifiquement applicable au rôle des organes d'administration ou de direction en cas d'OPA hostile, l'article 5. 2 du code AFEP-MEDEF dispose que ces derniers doivent « saisir l'assemblée générale si l'opération concerne une part prépondérante des actifs ou des activités du groupe ». Or, un nombre important de défenses anti-OPA entrent dans ce temps, tels que la vente d'actifs stratégiques, l'apport partiel d'actifs... C'est ainsi que Vivendi avait, dans un communiqué de presse du 5 avril 2014, énonçait quelle « (rendrait) compte à l'Assemblée générale annuelle de ses actionnaires (...) des conditions dans lesquelles cette opération a été conduite ».

Aux vues de ces développements, la prise en compte d'un intérêt social élargi constitue une limite importante à l'action défensive des dirigeants. Cependant, elle doit parfois être

---

<sup>300</sup> Charles Cardon, « Etat des lieux du rôle et des pouvoirs des dirigeants de la société cible en cas d'offre publique », RTDF n°3, 2014, p. 126 -127.

<sup>301</sup> Ibid., p. 127.

<sup>302</sup> Code du travail, art. 2323-19

écartée au profit de l'intérêt des actionnaires, lequel n'est pas forcément identique à celui de la société.

## **CHAPITRE 2. L'INTERET DES ACTIONNAIRES, LIMITE A L'ACTION DES DIRIGEANTS**

Dans le cadre d'une OPA, lorsque les dirigeants décident de céder le contrôle de la société cible, la jurisprudence américaine exige des dirigeants qu'ils prennent en compte l'intérêt des actionnaires (Section 1). A cet égard, s'est posée la question de savoir si le droit français adopté une solution identique au droit américain (Section 2).

### **Section 1. L'examen « Revlon » des opérations de cession de contrôle**

Dans un arrêt *Revlon* de 1986<sup>303</sup>, la Cour suprême du Delaware a considéré qu'en cas de décision des dirigeants de céder le contrôle de la société cible, ceux-ci sont tenus de rechercher l'opération offrant la meilleure valeur raisonnablement envisageable pour les actionnaires. Partant de là, l'examen « Unocal » fondé sur la prise en compte d'un intérêt social élargi dans la mise en œuvre des défenses anti-OPA est profondément remis en cause. En effet, lorsque le conseil d'administration de la société faisant l'objet d'une offre publique décide de céder le contrôle, son rôle se transforme de « défenseur de la forteresse sociale » en celui de « commissaire priseur » chargé de faire monter les enchères<sup>304</sup>.

En l'espèce, Revlon avait mis en place trois défenses en réponse à l'offre d'achat hostile lancée par Pantry Pride. Ces défenses consistaient respectivement en un *poison pill*, une offre publique d'échange de ses propres actions contre des obligations, la recherche d'un chevalier blanc. Pantry Pride releva alors le prix de son offre. Cependant, Revlon fût amenée à conclure un accord avec un chevalier blanc, Fortsmann, qui s'engageait à faire une offre à un prix supérieur à celle de Panty Pride en contrepartie de certains avantages et de la levée de « covenants » attachés aux obligations émises par Revlon. En réponse à cet accord, Pantry Pride

---

<sup>303</sup> *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)

<sup>304</sup> 506 A.2d 173 at 182.

releva une dernière fois son offre, puis sollicita l'annulation judiciaire de l'accord conclu entre Revlon et Forstmann. La Cour Suprême fit partiellement droit à la demande de Pantry Pride. La défense conférant certains avantages à Fortsmann (défense de « *lock-up arrangement* ») fût en effet invalidée au motif que « l'autorisation donnée par le conseil d'administration aux dirigeants de négocier une fusion ou un rachat avec un tiers était une reconnaissance que la société était à vendre. »<sup>305</sup>. Dans de telles conditions, le rôle du conseil d'administration n'était plus de préserver les intérêts de la société Revlon, mais d'obtenir le meilleur prix pour les actionnaires dans la vente de la société<sup>306</sup>. Partant de ce constat, la Cour Suprême considère que les mesures prises par les administrateurs visant (i) à favoriser un chevalier blanc par le biais, notamment, d'option d'acquérir certains actifs stratégiques (*lock-up option*) et (ii) supprimant toute possibilité de surenchère doivent être invalidées pour manquement aux obligations de loyauté et diligence. Il en résulte que les mesures de « *lock-up* » ne doivent pas avoir pour but de favoriser un initiateur au détriment d'un autre. En revanche, les juridictions n'interdisent pas les mesures de « *lock-up* » lorsqu'elles sont « raisonnablement destinées à remplir l'objectif d'optimisation de la valeur des actions »<sup>307</sup>.

**La maximisation de la valeur actionnariale.** L'arrêt *Revlon* impose ainsi aux dirigeants de prendre en compte le seul intérêt des actionnaires lorsqu'ils mettent en œuvre des défenses anti-OPA tendant à céder le contrôle de la cible au profit d'un chevalier blanc, ce qui paraît logique puisqu'il n'y a plus de menace pesant sur la société.

Dans cette perspective, les juges examineront si les mesures défensives étaient raisonnables pour maximiser la valeur actionnariale à court terme. Dans une affaire *Paramount*<sup>308</sup>, la Cour Suprême du Delaware a précisé les conditions de l'examen « *Revlon* », lequel repose sur deux critères. Dans un premier temps, le conseil d'administration devra démontrer le bien fondé du processus décisionnel mis en œuvre et, particulièrement, les informations prises en compte. Ce dernier devra, dans un deuxième temps, prouver le caractère raisonnable de son action défensive à la lumière des circonstances existant au moment des faits. A défaut de pouvoir

---

<sup>305</sup> « *The Revlon board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale.* », *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

<sup>306</sup> « The duty of the board has thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. », *Ibid.*

<sup>307</sup> *Barkan v. Amsted Indus.*, 567 A. 2d 1279, 1286 (Del. 1989)

<sup>308</sup> *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A. 2d 34, 44 (Del. 1994).

rapporter cette double preuve, l'organe d'administration perdra le bénéfice de la présomption de diligence, de bonne foi et de loyauté édictée par la *business judgment rule*.

**Le champs d'application de l'examen « Revlon ».** Selon la jurisprudence *Paramount*<sup>309</sup>, l'obligation des dirigeants de maximiser la valeur actionnariale est circonscrite aux hypothèses d'un changement dans le contrôle de la société ou de « break-up » de la société<sup>310</sup>. A cet égard, dans l'affaire opposant *Paramount* à *Time-Warner*, la Cour suprême a précisé que le *break-up* de la société pouvait résulter (i) d'un processus organisé d'enchères initié par la cible afin de se vendre ou d'effectuer une réorganisation, ou (ii) lorsqu'en « réponse à une offre, la cible abandonne sa stratégie de long-terme et recherche une transaction alternative »<sup>311</sup>.

**Les aménagements contractuels de responsabilité.** De manière constante, la jurisprudence admet que les dirigeants puissent, dès la prise de décision de céder le contrôle de la cible, se ménager certaines portes de sorties dans leurs contrats de rapprochement aux fins de remplir leurs obligations fiduciaires (dites clauses de « *fiduciary out* »). Ils peuvent également insérer des clauses de « *window shop* » ou de « *market check* », par lesquelles ils se réservent la possibilité de sonder le marché afin de s'informer sur la valeur de marché des actions de la société<sup>312</sup>.

**Une protection du marché sous-jacente.** A travers l'obligation faite aux dirigeants d'optimiser le prix de cession offert aux actionnaires en cas de mise en place de défenses aboutissant à un changement de contrôle dans la cible, la jurisprudence *Revlon* semble se rapprocher d'une logique boursière de protection du marché, et notamment du principe boursier

---

<sup>309</sup> *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990) et *Paramount Commc'ns Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1993)

<sup>310</sup> « *When a corporation undertakes a transaction which will cause : (a) a change in corporate control ; or (b) a break-up of the corporate entity, the director's obligation is to seek the best value reasonably available to the stockholders (...). Neither Time-Warner nor any other decision of this Court holds that a "break-up" of the company is essential to give rise to this obligation where there is a sale of control* », *Paramount Commc'ns Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1993)

<sup>311</sup> « (...) *Two circumstances, which may implicate Revlon duties. The first, and clear one, is when a corporation initiates a clear break-up of the company (...). However, Revlon duties may also be triggered where in response to a bidder's offer, a target abandons its long term strategy and seeks an alternative transaction also involving the break-up of the company* », *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

<sup>312</sup> *Barkan v. Amsted Indus.*, 567 A. 2d 1279, 1286 (Del. 1989).

de droit français du libre jeu des offres et des surenchères.

Partant d'un tel constat, se pose la question de savoir si le droit français reconnaît aux dirigeants une obligation de maximation de la valeur actionnariale à l'occasion d'opérations défensives de cession de contrôle ? L'intérêt des seuls actionnaires peut-il prévaloir sur l'intérêt de la société lors de la mise en œuvre de certaines défenses ?

## **Section 2. L'application de la jurisprudence « Revlon » en droit français ?**

**Devoir de loyauté dans la compétition.** L'article 231-3 du règlement général de l'AMF pose un principe de loyauté dans la compétition selon lequel « toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et des surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs de titres » dans l'intérêt des investisseurs et du marché.

Dans un arrêt du 27 avril 1993, la Cour d'appel de Paris a précisé le contenu du principe de loyauté dans la compétition, qui vise à interdire tout procédé ayant pour résultat de conférer à un offrant « un avantage déterminant par avance le succès de son offre publique en faussant le jeu des surenchères »<sup>313</sup>.

Il faut ainsi considérer que la mise en œuvre par les dirigeants de mesures défensives visant uniquement à exclure l'initiateur de l'offre en favorisant déraisonnablement un autre acquéreur, est assimilée à un acte déloyal à l'égard du marché et des investisseurs, en ce compris des actionnaires<sup>314</sup>. A l'instar du droit américain, l'article 231-3 imposerait aux dirigeants de rechercher l'opération offrant la meilleure valeur pour les actionnaires en cas de vente inéluctable de la société cible ou de ses actifs. En conséquence, le devoir de loyauté dans la compétition supposerait la prise en compte de l'intérêt des seuls actionnaires en cas d'offre aboutissant à une cession de contrôle de la société cible. Un tel constat étant confirmé par l'article 3.1. c de la Directive OPA, lequel interdit aux dirigeants de « refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre ».

---

<sup>313</sup> CA Paris, 27 avril 1993, JCP 94, En 331, n°14, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain.

<sup>314</sup> CA Paris, 17 juin 1999 : Juris-data. N°1999-101619, p. 484, §95.

**Abandon du principe de neutralité.** Depuis la loi du 29 mars 2014 qui abandonne le principe de neutralité des dirigeants, il est permis de douter d'une possible transposition de la jurisprudence « Revlon » en droit français. En effet, à la suite de l'abandon du principe de neutralité, s'est posé la question de la suppression du principe de loyauté dans la compétition. A cet égard, l'AMF a considéré que la faculté accordée aux dirigeants de mettre en œuvre des mesures de défenses en période d'offre « (s'opposait) à la nécessité de respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères qui suppose une attitude passive »<sup>315</sup>. Dès lors, il convient de considérer que la règle du libre jeu des offres ne peut pas faire obstacle au droit des dirigeants de prendre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre.

Etant donné que le droit des dirigeants de prendre des mesures de défense anti-OPA s'exerce nécessairement à l'aune de l'intérêt social de la société<sup>316</sup>, lequel s'oppose à la prise en compte du seul intérêt des actionnaires, il faut en conclure l'impossibilité d'appliquer la jurisprudence « Revlon » en droit français. Aussi, en cas d'offre conduisant à une cession du contrôle de la société, les dirigeants français devront agir uniquement dans l'intérêt de la société, et non rechercher la maximisation de la valeur actionnariale.

Dans ce sens, des auteurs indiquent en 2004 que « la solution américaine imposant, en cas d'offre conduisant à un changement de contrôle, aux dirigeants de rechercher « the highest reasonable value », a le mérite de la clarté, mais ne saurait sans réserve être transposée en France, dans la mesure où l'application des principes généraux de droit des sociétés ne saurait être suspendue en période d'offre et en particulier celui du respect de l'intérêt social »<sup>317</sup>. Pareillement, dans une affaire concernant le changement de contrôle au sein du Groupe André, la Cour d'appel de Paris a ainsi considéré qu'« il n'était pas interdit aux dirigeants d'une société de tenter de combattre l'action engagée par certains associés pour, (...), modifier la politique de l'entreprise, dès lors qu'ils le font par des moyens licites et dictés par le souci de défendre l'intérêt de la société »<sup>318</sup>.

---

<sup>315</sup> Consultation publique du 13 mai 2014, p. 24.

<sup>316</sup> C. com., L. 233-32, I.

<sup>317</sup> J.-J. Daigre, P. Portier, P.-H. Conac, B. Dondero, Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée, Option finance n°798, 6 septembre 2004, p. 35, spéc. p. 36.

<sup>318</sup> CA Paris 15 mars 2000, JCP E 2000, p. 1016, note A. Viandier.

**L'émergence d'une démocratie actionnariale.** On peut néanmoins envisager un regain de la prise en compte de l'intérêt des seuls actionnaires au stade de la mise en œuvre des défenses anti-OPA par les dirigeants en raison de l'émergence d'une « démocratie actionnariale »<sup>319</sup> sous l'influence des associations de défenses des actionnaires minoritaires<sup>320</sup>, selon lesquelles le rôle des dirigeants de la société cible doit être de maximiser la valeur offerte pour les actionnaires, sur le modèle des *fiduciary duties* des dirigeants américains à l'égard des actionnaires.

---

<sup>319</sup> Ibid.

<sup>320</sup> V. le rôle des associations de défense d'actionnaires sur l'offres publique Club Méditerranée (décision de conformité 213C0944 du 16 juillet 2013).

## *Conclusion générale*

Afin de contrer une offre d'achat non sollicitée, les sociétés cotées américaines et françaises ont à leur disposition un arsenal de mesures défensives d'efficacités variables, et relativement comparables. Toutefois, ces mesures ne constituent pas un obstacle absolu à une prise de contrôle hostile. Bien qu'elles peuvent contribuer à l'échec de l'OPA, elles ont généralement pour effet de la rendre difficile, plus onéreuse, ou moins intéressante économiquement.

Les défenses préventives sont généralement mieux perçues, tant en droit français qu'américain, que les défenses en cours d'offre. En effet, les mécanismes préventifs tendent à prémunir la société contre le risque d'une prise de contrôle non sollicitée. Ce faisant, l'atteinte portée au libre jeu des offres et des surenchères, à l'intérêt social ou à celui des actionnaires est moindre puisqu'aucune offre n'a encore été formulée à l'encontre de la société. En revanche, le risque d'atteinte à ces intérêts est sous-jacent à la mise en œuvre d'une défense en cours d'offre, celle-ci visant directement l'échec de l'offre.

C'est pourquoi, les réglementations françaises et américaines sont venues réguler la mise en œuvre des défenses par les dirigeants. Depuis, la loi du 29 mars 2014, la législation française et la jurisprudence américaine convergent, en partie, en matière de contrôle des défenses anti-OPA. Il est en effet communément admis que l'action défensive des dirigeants doit respecter l'intérêt social. La seule différence qui persiste étant la prise en compte de l'intérêt des actionnaires en cas d'OPA entraînant le changement de contrôle de la société cible.

## **BIBLIOGRAPHIE**

*Par ordre alphabétique, et chronologique pour les décisions de justice*

### **I. Ouvrages généraux, dictionnaires, manuels**

H. BOUTHINON – DUMAS, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, L.G.D.J., 2007.

M. CAUSIAN, D. DEBOISSY, A. VIANDIER, *Droit des sociétés*, LexisNexis, Manuels, 27<sup>e</sup> éd., 2014.

Th. A. QUEMNER (dir.), *Dictionnaire juridique français-anglais*, Paris, Ed. de Navarre, 1977.

### **II. Ouvrages spécialisés, thèses, encyclopédies, mémentos**

#### **• Droit français**

V. DE BEAUFORT, *Les OPA en Europe*, Collection droit des affaires et de l'entreprise, Economica, 2001.

A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Francis Lefebvre, 5<sup>e</sup> éd.

A. VIANDIER et A. CHARVERIAT, *Sociétés et loi NRE*, éd. Francis Lefebvre, 2002.

Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, « *Rachats d'actions ou de parts sociales - Programmes de rachat d'actions* », JurisClasseur.

Mémento Groupe de sociétés 2015-2016, éd. Francis Lefebvre.

#### **• Droit américain**

A. FLEISCHER, Jr., Alexander R. SUSSMAN, *Takeover Defense : Mergers and Acquisitions*, Aspen Publishers, 7<sup>e</sup> éd., 2012.

Peter A. HUNT, *Structuring Mergers & Acquisitions, A Guide to Creating Shareholder Value*, Wolters Kluwer Law & Business, 5<sup>e</sup> éd., 2011.

C. JOHNSON, J. MCLAUGHLIN, *Corporate Finance and the Securities Laws*, Fourthed. Aspen Publishers, NY, New York, 2010.

B. LAURENT-BELLUE, *Les défenses aux prises de contrôle aux Etats-Unis*, Thèse, 1992, Paris.

WEYD, *Les Offres Publiques d'Acquisition aux Etats-Unis, étude du contexte réglementaire et de la dernière jurisprudence*, Thèse de Paris I, 1990.

### III. Sélection d'articles

- **Droit français**

A. BERDOU, « *Le rachat d'action, une défense anti-OPA efficace ? Retour sur l'affaire Foncière Paris France* », Rev. Droit des sociétés, n° 5, mai 2012, alerte 21.

F. BUCHER, « *Du bon usage de la commandite par action* », Revue des sociétés 1994 p. 145.

C. CARDON, « *Etat des lieux du rôle et des pouvoirs des dirigeants de la société cible en cas d'offre publique* », RTDF n°3, 2014, p. 126 -127.

P. CHAUVIN, « *Quelle sanction en cas de violation d'un pacte de préemption ?* » RJDA, 0/9 2006, p. 796.

P. – H. CONAC, « *Le nouveau régime des franchissements de seuils issus de l'ordonnance du 30 janvier 2009* », Rev. Soc. 2009/3, p. 477.

J.-J. DAIGRE, P. PORTIER, P.-H. CONAC, B. DONDERO, « *Responsabilité des dirigeants confrontés à une offre non sollicitée* », Option finance n°798, 6 septembre 2004, p. 35, spéc. p. 36.

M. GERMAIN, « *La déclaration de franchissement de seuil* », Rev. Dr bancaire 1990, p. 20 s., spéc. p. 23

S. GUEGUEN, O. RAMOND et A. RAYNOUARD, « *Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'equity swap* ».

S. MAOUCHE, « *Affaire LVMH/Hermès : sanction de l'AMF de 8 millions d'euros à l'encontre de LVMH* », Dossiers Lexis360 Avocat et Lexis360 Entreprises, 25 juill. 2013.

R. MORTIER, « *Le rachat d'actions au service de l'actionnariat des salariés* », Dr. sociétés 2007, étude 6, p. 8.

S. NONORGUE, « *L'apport partiel d'actif, technique de défense anti-OPA* », Bull. Joly Bourse, 01 septembre 2002, n°5, p. 397.

C. VANNOOTE, « *Que peuvent faire les sociétés cotées après l'instauration d'un droit de vote double ?* » BRDA 8/14, n°25.

P. SERVAN – SCHREIBER, « *La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ? – Comparatif fiducie / stichting* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 36, 6 Septembre 2007, 2055.

S. TORK, « *La proposition de loi "Florange" et le droit des offres publiques* », Dr. sociétés 2014, étude 2.

S. TORK, « *Reclassement des titres Hermès : la question du renforcement du contrôle éludée* », Bull. Joly Bourse, 01/12/2011, n°12, p. 661.

C. VANNOOTE, « *Que peuvent faire les sociétés cotées après l'instauration d'un droit de vote double ?* » BRDA 8/14, n°25.

A. VIANDIER, « *Les actions de préférence* », JCP, E, 2004, 1440.

A. VIANDIER, « *Le rachat d'actions après la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998* », RJDA 1998, p. 590.

COB, « *Rachat par les sociétés de leurs propres actions, bilan et propositions* », Bull. COB févr. 2000, p. 66.

COB, Bull. mens., avril 1987.

- **Droit américain**

B. BLACK, « *Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?* », 63 BUS. LAW. 317, 320-22 (2008).

Steven A. BORONEFF, « *The Standstill Agreement : A case of Illegal Vote Selling and A Breach of Fiduciary Duty* », 93 Yale L. J. 1093, 1095 (1984).

BRADLEY & ROSENZWEIG « *The laws of Economics of Defensive Stock Repurchases and Defensive Self-Tender Offers* », 99 Harvard Law Review 1378 (1986)

Jerry J. CAMPOS, « *Avoiding the discretionary Function Rule in the Madoff Case* », 55 LOY. L.REV. 587, 603-04 (2009).

James A. FANTO, « *L'OPA aux Etats-Unis (Principes de représentation)* », Petites affiches, 22 nov. 1995, n°140, p. 16.

FELDMAN & TEBERG, « *Beneficial Ownership Under Section 16 of the Securities Exchange Act of 1944* », 17 W. Res. L. Rev. 1054, 1059 (1966).

Ronald J. GILSON, « *Unocal Fifteen Years Later* », 26 Del. J. Corp. L. 491, 493 (2001).

Chan, K., IKENBERRY, D., LEE, I., « *Do managers time the market? Evidence from open-market share repurchases* », Journal of Banking and Finance 31, 2673–2694, 2007.

ODED JACOB, « *Stock repurchases: How firms choose between a self-tender offer and an open-market program* », Journal of Banking & Finance 35 (2011) 3174-3187, p. 3175.

Bradford J. POWELL, « *Acquisitions and Groups under Section 13 (d) of the Securities Exchange Act of 1934* », Boston College Law Review, Vol. 13, art. 6.

« *Our company right or wrong* », The Economist 17 mars 2007.

#### **IV. Lois, règlements, directives, projets, rapports, déclarations officielles**

- **Droit communautaire**

- Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.
- Règlement européen 2273/2003 relatif aux dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

- **Droit français**

- Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.
- Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.
- Loi n°2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives.
- Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.
  
- Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale.
- Ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions
- Ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014.
  
- COB, Rapport annuel, 1986, p. 130.
- COB, Rapport annuel, 1987, p. 133
- AMF, Rapport annuel, 2011, p. 111.
- AMF, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, oct. 2008.
- Rapport Gallois sur la compétitivité de l'industrie française, nov. 2012.
- Rapport Valter, Ass. Nat., doc n° 1283, 17 juillet 2013.
  
- Avis F. DESPLAN, Sénat, doc. n° 316, 28 janvier 2014, p. 34.

- **Droit américain**

- Securities Exchange Act (1934)
- Williams Act (1968)
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2009/2010).

V. **Décisions de justice**

- **Droit français**

Cass. com., 24 fév. 1987, Bull. Joly 1987, p. 213, note P. Le Cannu

Cass. Com. 15 février 1994, Jouan c / Cudennec, RJDA 6/94 n° 671.

Cass. Civ. 3<sup>ème</sup>, 24 juin 1998, RJDA 10/1998.

Cass. Com., 10 mai 2006, n° 568, BRDA 11/06, n°6.

Cass. com., 15 mai 2012, arrêts n° 10-23. 389 et 10-28. 151, Rev. Soc. 9/12, p. 514, note Y. Paclot.

CA Paris, 18 mars 1988 : JCP 88, éd. E, 15177, n° 27 A. Viandier et K.-J. Causain

CA Paris, 10 mars 1992, RJDA 12/92, n° 1144.

CA Versailles, 9 avril 1992, Bull. Joly 1992, p. 631, note Le Cannu.

CA Paris, 27 avril 1993, JCP 94, n°14, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain.

CA Paris, 3<sup>e</sup> ch. B, 8 juillet 1994, Bull. Joly 1994, p. 1093, n. P. Le Cannu.

CA Paris, 17 juin 1999 : Juris-data. N°1999-101619, p. 484, §95.

CA Paris, 29 octobre 1999 : Bull. Joly 2000, p. 298, note P. Le Cannu

CA Paris, 1<sup>er</sup> février 2000, RJDA 11/00, n°993.

CA Paris 15 mars 2000, JCP E 2000, p. 1016, note A. Viandier.

CA Paris, 29 janv. 2013, RJDA 6/13, n° 532.

AMF, déc. n° 206C1892, 13 octobre 2006.

AMF, déc. N° 210C0103, 27 janvier 2010.

AMF, déc. n°212C1759, 31 déc. 2012.

AMF, déc. N° 213C0039, 8 janv. 2013.

AMF, déc. n° 214C0961, 2 juin 2014.

- **Droit américain**

*Brophy v. Cities Serv. Co.* 70 A.2d 5 (Del. Ch. 1949).

*Bath Industries Inc. v. Blot* ; 427 F.2d 97 (7th Cir. 1970)

*Newmark v. RKO General, Inc.* 425 F.2d 348, 351 (2d Cir.), cut. denied, 400 U.S. 854 (1970).

*GAF Corporation v. Milstein* ; 453 F.2d 709 (2d Cir. 1971).

*SEC v. Gen. Refractories Co.*, 400 F. Supp. 1248, 1259-60 (D.D.C. 1975).

*TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976).

*Joseph E. Seagram & Sons, Inc. v. Abrams*, 510 F. Supp. 860, 862 (S.D.N.Y. 1981)

*Frantz Mfg. Co v. EAC Indus.*, 501 A.2d 401 (Del. 1985).

*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, Delaware Supreme Court, 1985, 493 A. 2d 946.

*AC Acquisition Corp v. Anderson, Clayton & Co.*, 92, 942 Del Ch. 18/09/1986.

*Hastings-Murtagh v. Texas Air Corporation*, 649 F. Supp. 479 (S.D. Fla. 1986).

*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

*Hanson Trust plc v. ML SCM Acquisition*, (Del. 1988)

*Barkan v. Amsted Indus.*, 567 A. 2d 1279, 1286 (Del. 1989)

*Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corporation*, 559, A.2d 257 (Del. Ch. 1989)

*Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

*United States v. Bilzerian*, 926 F.2d 1285, 1298 (2d Cir. 1991)

*ICN Pharm., Inc. v. Khan*, 2 F.3d 484, 491 (2d Cir. 1993).

*Paramount Commc'ns Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1993).

*Alliance Garning Corp v. Bally Garning International, Inc.*, 1995 W.L 523453 (Del. Ch. 1995)

*Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995)

*Clearfield Bank & Trust Co. v. Omega Fin. Corp.*, 65 F. Supp. 2d 325, 347 (W.D. Pa. 1999)

*Mates v. N. Am. Vaccine, Inc.*, 53 F. Supp, 2d 814, 823-24 (D. Md. 1999).

*Selectica, Inc. v. Versata Enters.*, C.A. No. 4241-VCN (Del. Ch. Feb., 26, 2010).

*Versata Enters. V. Selectica, Inc.*, 5 A.3d 586 (Del. 2010).

*Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc.*, C.A. Nos. 5249-CC, 5256-CC (Del. Ch. Feb. 15, 2011).

*In re Complete Genomics, Inc. Shareholder Litigation*, C.A. No 7888-VCL (Del. Ch. Nov. 27, 2012).

## **VI. Principaux sites internet**

- <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/HerzecaGallardo-IssuerStockRepurchases.pdf>
- P. MARINI, Rapport n° 20 (2005-2006) : <http://www.senat.fr/rap/105-020-/105-020.html>.