

## TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION .....	4
<b><u>PARTIE 1 - LES DEFENSES PREVENTIVES</u></b> .....	17
<b>CHAPITRE 1- LES DEFENSES STATUTAIRES</b> .....	17
SECTION 1-LA DIVERSITE DES CLAUSES STATUTAIRES .....	17
SECTION 2-LES PILULES EMPOISONNES .....	21
§1-LA CREATION DES PILULES EMPOISONNES .....	22
§2-LE MECANISME .....	23
§3-LE CONTROLE .....	26
<b>CHAPITRE 2- LES STRATEGIES SOCIETALES</b> .....	29
SECTION 1-LA RESTRUCTURATION JURIDIQUE DE LA SOCIETE.....	29
§1-LA HOLDING NON COTEE .....	30
§2-LA SOCIETE EN COMMANDITE PAR ACTIONS .....	32
SECTION 2-LES PACTES D’ACTIONNAIRES .....	35
§1-LES DECLARATIONS DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS .....	37
A-LE DROIT AMERICAIN .....	37
i) L’alinéa 4 de la Section 13(d) : les intentions des acquéreurs quant au futur de la société cotée .....	38
ii) L’action de concert et le déclenchement de l’obligation de déclaration .....	40
B-LE DROIT FRANCAIS .....	43
i) La notion d’action de concert .....	44
a) Le droit français simplificateur de la preuve du pacte de mise en concert .....	47
b) Le recours aux présomptions du fait de l’homme .....	49

ii) Les participations indirectes .....	50
iii) L'assimilation des instruments financiers dénoués en numéraire .....	52
iv) L'offre publique obligatoire : une particularité française .....	53
§2-LES DISPENSES DU DROIT FRANÇAIS ET AMERICAIN .....	55
A-LES DISPENSES DE L'OPA OBLIGATOIRE EN DROIT FRANCAIS .....	55
i) Les hypothèses de non-lieu .....	56
a) La notion de prédominance .....	56
b) L'équilibre des participations respectives .....	60
ii) Les cas de dérogation .....	60
a) La dérogation fondée sur l'existence d'un contrôle majoritaire préalable .....	60
b) La dérogation fondée sur une opération de reclassement .....	62
B-LES DISPENSES DU EXCHANGE ACT.....	66
<b><u>PARTIE 2 - LES DEFENSES REACTIVES</u></b> .....	69
<b>CHAPITRE 1- LES DEFENSES AXEES SUR LA MANIPULATION     DU CAPITAL ET DE L'ACTIF SOCIAL</b> .....	69
SECTION 1-LES PLANS DE RACHAT .....	69
§1-GENESE ET MISE EN OEUVRE .....	70
§2-EFFICACITE : LES LIMITES AU PROGRAMMES DE RACHAT D' ACTIONS .....	77
SECTION 2-LA VENTE DES ACTIFS CONVOITES.....	83
<b>CHAPITRE 2- LA RECHERCHE D'ALLIES</b> .....	89
SECTION 1-LE CHEVALIER BLANC .....	89
§1-LE MECANISME .....	89
§1-UNE DEFENSE CONTESTEE.....	92
SECTION 2-L'EMISSION D' ACTIONS AU PROFIT DE L' ACTIONNARIAT SALARIE.....	96

<b><u>PARTIE 3 – LES OBLIGATIONS DES DIRIGEANTS</u></b>	
<b>EN PERIODE D’OFFRE PUBLIQUE .....</b>	<b>101</b>
<b>CHAPITRE 1- LES CONTROLES DES MESURES DEFENSIVES</b>	
<b>DU DROIT AMERICAIN .....</b>	<b>101</b>
SECTION 1-LES FIDUCIARY DUTIES .....	102
SECTION 2-LE STANDARD OF REVIEW .....	103
§1- L’ARRET UNLOCAL V. MESA PETROLEUM .....	104
§2- L’ARRET REVLON V. MACANDREWS .....	105
§3-LE PERFECTIONNEMENT DU STANDARD REVIEW .....	106
<b>CHAPITRE 2- LE RESPECT IMPERATIF DU DROIT DES SOCIETES FRANCAIS .....</b>	<b>107</b>
SECTION 1-UN RESPECT IMPERATIF	
DE LA COMPETENCE DE DROIT DES ACTIONNAIRES .....	107
§1- LA PORTEE DES « POUVOIRS EXPRESSEMENT ATTRIBUES » AUX ACTIONNAIRES .	108
§2- L’IMPACT D’UN INTERET SOCIAL ELARGI SUR LES POUVOIRS DES ORGANES .....	109
A-L’INTERET SOCIAL UNE LIMITE IMPERATIVE ET CONSTANTE .....	109
i) Les conceptions de l’intérêt social .....	109
ii) La définition retenue dans la loi de l’intérêt social .....	111
B-LE RESPECT DES PRINCIPES GENERAUX DES OFFRES PUBLIQUES .....	112
CONCLUSION .....	113
BIBLIOGRAPHIE .....	115
ANNEXES .....	121

## INTRODUCTION

Dans un contexte de crise financière, le patriotisme économique a remis sous les projecteurs la question des défenses contre les offres publiques d'achat (OPA) hostiles. En effet, le patriotisme économique veut que les Etats protègent leurs sociétés des prises de contrôle par les sociétés étrangères. Dans ce but, la réglementation « anti-OPA » a connu au cours ces dernières années eu Europe, et plus récemment en France, un réel essor. Le 29 mars 2014, la loi visant à reconquérir l'économie réelle, connue sous le nom de loi « Florange » ou la loi « anti-OPA », a propulsé sur le devant de la scène les dirigeants des sociétés cotées françaises en leur donnant, désormais, la liberté de prendre des mesures défensives face à une OPA inamicale sans l'autorisation préalable de l'assemblée des actionnaires et ceux aux fins de pouvoir réagir avec plus d'efficacité aux menaces de prise de contrôle.

Dès lors qu'il s'agit de se pencher sur les stratégies de défense en matière d'offre publique d'achat (OPA), une pratique nommée *tender offer* aux Etats-Unis, il convient tout d'abord de rappeler nécessairement ce qu'est une OPA. A ce titre, l'introduction abordera la définition de l'OPA, le contexte historique et économique de son développement en France et aux Etats-Unis, l'essor de sa réglementation, l'intérêt que représente aujourd'hui cette opération et l'encadrement juridique des défenses anti-OPA dans les deux pays.

### i) La notion d'offre publique d'achat

« La procédure d'offre publique d'achat consiste pour une personne physique ou morale (le plus souvent une société) à faire connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'elle est disposée à leur acheter les titres qu'ils détiennent afin de prendre le contrôle de cette dernière. »<sup>1</sup> L'objectif d'une OPA est donc la prise de contrôle, par une personne physique ou morale (mais qui prendra le plus souvent la forme d'une société), d'une autre société cotée. Il convient d'apporter des précisions quant à l'expression même de « société cotée », laquelle désigne habituellement les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé<sup>2</sup>. La société est substituée aux titres qu'elle émet ; ainsi, ce sont bien les titres, et non la société, qui sont cotés.

---

<sup>1</sup> Lamy Société Commerciales, ed. 2013.

<sup>2</sup> Dexant De Bailliencourt O., « *Pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées* », Dalloz, 2012.

Une OPA se pratique sur une société faisant un appel public à l'achat. En effet, pour le *raider*, c'est-à-dire pour la société cessionnaire, l'opération consiste à racheter les titres cotés en bourse de la société cible. Par voie de presse ou de publicité, l'initiateur de l'opération se propose de racheter aux actionnaires de la société concernée (ou société cible) tout ou partie des titres qu'ils détiennent à un cours supérieur à celui du marché et pendant un délai déterminé. Cet achat permettra à l'initiateur de l'offre d'obtenir la majorité à l'assemblée des actionnaires et donc de prendre le contrôle de la société cible.

L'OPA est dite amicale lorsqu'elle se déroule avec l'accord des dirigeants des deux sociétés concernées par l'opération. Elle devient hostile lorsqu'elle intervient contre la volonté des dirigeants de la société visée par l'offre.

Les offres publiques d'achat sont très variées et se distinguent les unes des autres. Ce phénomène s'explique naturellement par les particularités de chaque affaire, la nature des titres qui sont l'objet de l'OPA, mais aussi par la grande disparité des procédures disponibles. La grande distinction faite entre les différentes offres publiques est celle qui existe entre l'offre publique d'achat (*tender offer*) et l'offre publique d'échange (OPE) ou *exchange offer*. Cette *summa divisio* se base sur un critère de distinction qui est le mode de rémunération : numéraire ou en titres. L'OPA est donc une offre d'achat d'actions contre des liquidités, alors que dans une OPE, il est proposé aux actionnaires d'autres titres en substitution des actions préalablement détenues.

## ii) L'émergence du phénomène OPA

Les procédures d'offres publiques, depuis longtemps pratiquées aux Etats-Unis et en Angleterre, sont apparues en France dans les années 1960. La première OPA à grand spectacle, d'ailleurs infructueuse, fut celle de BSN contre Saint-Gobain en 1968. Depuis les tentatives de prise de contrôle se sont multipliées en France comme aux Etats-Unis notamment dans les années 1980. Mais d'où vient ce phénomène OPA ? Pour répondre à cette question il faut, dès lors, retracer l'évolution historique de ce phénomène.

Une OPA est l'instrument d'une stratégie de croissance externe d'une société qui vise à augmenter ses parts de marchés, ou de pénétrer un nouveau marché en acquérant un réseau de distribution, une marque, ou en obtenant une nouvelle position stratégique<sup>3</sup>.

Les OPA se sont développées parallèlement à l'accroissement des marchés boursiers. Le « champ de bataille » sur lequel se déroule une prise de contrôle d'une société par une autre, dans le cadre d'une OPA, est la bourse. L'accroissement des OPA est directement lié à l'explosion des marchés boursiers.

Cependant, il serait faux d'affirmer que l'OPA s'inscrit dans une logique « déconnectées des réalités économiques »<sup>4</sup>. Pour se développer une OPA a besoin de financement mais elle est presque toujours l'instrument d'une stratégie industrielle ou de gestion. La crise de 1973 puis celle de 1979 ont obligé les entreprises à se replier sur elles-mêmes, à élaguer les branches non rentables de leur activité et ainsi à procéder à des restructurations drastiques en terme d'emploi. Néanmoins, cette rationalisation a fait émerger des groupes à forte rentabilité et à marge bénéficiaire importante. Des liquidités importantes se sont alors retrouvées disponibles ce qui a poussé ces sociétés prospères à s'engager dans des stratégies de croissance interne ou externe.

*La genèse des OPA*- les premières OPA en France furent lancées dans les années 1960 mais pour autant la période des années 1960 et 1970 a été une période peu active en terme d'OPA. Mêmes aux Etats-Unis, les praticiens n'étaient pas prêts à admettre une technique « aussi peu respectueuse des convenances »<sup>5</sup>. Ce n'est qu'à partir des années 1980, que les OPA ont connu une réelle explosion. Le phénomène s'est inscrit dans l'explosion des marchés boursiers et des techniques financières. Les sociétés, pour assurer leur développement, ont eu recours aux marchés boursiers pour les augmentations de capital.

Parallèlement à l'augmentation en volume des marchés boursiers, les techniques financières se sophistiquaient chaque jour. Aux Etats-Unis, le développement des offres inamicales a été facilité par les nouveaux modes de financement. Les « junk bonds » ou *obligations pourries* se sont développées dans le contexte de montages d'acquisitions particulièrement avantageux sur le plan fiscal. Ces techniques financières ont été le signe d'une sophistication des OPA

---

<sup>3</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.C, « *OPA et stratégies anti-OPA, une approche internationale* », édition Eska, 1989, Paris. , p.23.

<sup>4</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.C, *op. cit.*, p.24.

<sup>5</sup> *Ibid.*

aux Etats-Unis. Les *junk bonds* sont des obligations à haut rendement et dont l'évaluation de la valeur des obligations est très basse. En général, le véhicule d'acquisition est une société nouvelle qui émet des *junk bonds* pour financer l'acquisition d'une société cible. Une fois l'OPA réussie, la société-cible et nouvelle fusionnent. Les bénéfices de la société-cible ou de ses actifs servaient par la suite à rembourser les obligations pourries, on parlait ainsi de *bust up* ou de *boot strap takeover*<sup>6</sup>. Ces méthodes de financement et de remboursement ont permis à des *raiders* disposant d'une faible assis de financer une OPA portant sur 100% du capital d'une société-cible importante. Le marché des *junk bonds* n'a cessé, jusqu'à la fin des années 1980, d'être le moteur principal sur le plan financier des OPA. Le krach d'octobre 1987 ne fit qu'accélérer la prise de décision pour telle ou telle société de lancer une OPA, car si la bulle financière dégonflait, le profit des sociétés continuait de progresser.

Ainsi, l'émergence de la technique des OPA pour prendre le contrôle d'une société cotée n'est pas un hasard. C'est la résultante d'un contexte économique et boursier favorable, d'une santé financière des entreprises retrouvée et d'un besoin d'assurer de nouveaux débouchés aux produits.

Cependant, l'euphorie des OPA est retombée dans les années 2000 avec la crise financière. Aujourd'hui, on peut compter très peu d'OPA et OPA inamicale lancées sur les différents marchés internationaux.

### iii) Les OPA en chiffre

L'activité des fusions-acquisitions (F&A) est historiquement cyclique, et ces dernières années n'ont pas fait exception.

La période entre 2004 et 2007 a marqué le pic de l'activité F&A grâce à un environnement macroéconomique propice aux fusions<sup>7</sup>. Après une liquidité record de 2007, l'effondrement du marché du logement a sérieusement entravé à la fois les Etats-Unis, et l'activité F&A mondiale, en particulier les transactions de *private equity*. Bien que la crise financière a vu la prise de contrôle d'un certain nombre d'institutions financières importantes, les transactions stratégiques globales ont diminué. Les entreprises thésaurisaient leur trésorerie afin de mieux résister à la « tempête économique »<sup>8</sup>. Les banques également, étaient devenues réticentes à refinancer les accords de crédit.

---

<sup>6</sup> Laurent-Bellue, B., « Les défenses aux prises de contrôle aux Etats-Unis », Thèse, 1992, Paris. p.4

<sup>7</sup> Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, « Takeover Law and Practice », 2014

<sup>8</sup> *Ibid.*

Le volume global de l'activité F&A a poursuivi à la baisse en 2008 et à nouveau en 2009, qui a atteint le niveau de volume le plus bas depuis 2004. Toutefois, les conditions économiques se sont améliorées. Peut-on penser que la répression financière a été un moteur de la reprise des activités de F&A ? Début 2013, l'annonce de certaines opérations majeures de rapprochement entre entreprises a ravivé l'intérêt des investisseurs internationaux pour les activités de F&A. Toutefois, ce qui ne semble être de prime abord qu'un phénomène temporaire pourrait se transformer en une tendance plus durable<sup>9</sup>. Les entreprises internationales, et surtout les entreprises américaines, ont réduit drastiquement leurs investissements et donc leurs coûts, dans le sillage de la crise des marchés financiers. Ce processus de désendettement, présent en particulier chez les entreprises américaines, a, ces dernières années, non seulement permis aux entreprises d'assainir leurs bilans, mais aussi indirectement de tirer de leurs activités des liquidités plus élevées. Résultat : la forte réduction de l'endettement suite à la crise des marchés financiers et une hausse des flux de trésorerie ces dernières années ont permis aux entreprises américaines de pratiquement doubler leurs liquidités. En mars 2013, « elles étaient assises sur un matelas financier de plus de 1 700 milliards de dollars US. À titre de comparaison, les réserves de liquidités des entreprises européennes s'élevaient à environ 475 milliards de dollars US fin 2012. »<sup>10</sup>. Ainsi dans ce contexte, il semble logique que les conseils d'administration des entreprises se remettent à réfléchir à la manière d'utiliser leurs liquidités disponibles. À cet égard, deux options s'offrent alors aux entreprises.

Premièrement, la reprise de l'activité d'investissement : les entreprises semblent reprendre confiance en l'avenir et souhaitent accroître leur activité d'investissement. Deuxièmement, la hausse de l'activité de F&A : les entreprises disposant d'une importante trésorerie disponible pourraient envisager la possibilité d'initier des opérations de fusions et acquisitions<sup>11</sup>. Le nombre de « rachats annoncés au cours du premier trimestre 2013 »<sup>12</sup> suggère que cette stratégie pourrait de nouveau figurer en haut de l'agenda des dirigeants d'entreprises au cours des mois à venir.

Même si le marché nord-américain reste le plus important au monde en termes de volume de F&A, certains signaux encourageants ont pu être relevés en Europe au premier trimestre 2013. Par exemple, « le secteur des opérateurs européens de réseaux câblés a ainsi enregistré un vif

---

<sup>9</sup> Scheurer S. « La répression financière – un moteur de la reprise des activités de fusion/acquisition ? »

<sup>10</sup> *Ibid.*

<sup>11</sup> *Ibid.*

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



rebond de l'activité de fusion/acquisition »<sup>13</sup>. L'activité des OPA a toujours été présente dans le paysage économique comme juridique des Etats-Unis et de l'Europe, la hausse des activités de F&A redonne à ce sujet un intérêt d'actualité. Face à ce renouveau des OPA, il est nécessaire s'arrêter sur les outils pour se défendre dont disposent les sociétés cotées lorsque l'OPA n'est plus amicale mais hostile.

A la lumière de la définition d'une OPA et de son intérêt économique, une mesure de défense anti-OPA est alors une disposition statutaire ou non, ou une simple pratique, destinée à contrarier la réussite d'une offre publique d'acquisition du contrôle de la société visée en la rendant sinon impossible, du moins plus difficile, plus onéreuse, ou beaucoup moins intéressante économiquement<sup>14</sup>. Parallèlement à l'émergence de ces stratégies de défense anti-OPA, les Etats ont développés leur propre réglementation afin d'encadrer ses défenses pour protéger les investisseurs ainsi que le marché des dérive des batailles boursières.

#### *iv) L'encadrement juridique des mesures de défense anti-OPA*

Les opinions émises à propos des défenses anti-OPA sont tranchées. La réponse est liée au rôle dévolu aux dirigeants de la société visée : doivent-ils ou non rester neutre ? Les réglementations des OPA se partagent entre celles qui prêchent la règle de passivité<sup>15</sup> dans la crainte de possibles conflits d'intérêts qui pousseraient les administrateurs à agir d'avantage dans leur propre intérêts (en vue de se maintenir en poste) et celle qui prônent la règle d'intervention raisonnable (la Business Judgment Rule) dans l'intérêt des actionnaires. Le droit nord-américain appartient à cette deuxième catégorie qui tolère largement l'usage des moyens de défense contre les OPA hostiles. Quant au droit français, il oscillait entre les deux catégories jusqu'à l'adoption de la loi du 29 mars 2014, qui semble avoir pris le chemin du droit américain.

*Le droit américain*- la particularité du droit américain est bien sûr celle de la juxtaposition des lois fédérales et étatiques. Le Securities Exchange Act de 1934, venue modifiée la loi de 1933, a mis sous régulation fédérale les marchés primaires et secondaires américains. La loi a

---

<sup>13</sup> *Ibid.*

<sup>14</sup> Ohl D., « Droit des sociétés cotées », Litec Professionnel, Lexis Nexis, ed. 2008

<sup>15</sup> « Rule of passivity »

surtout créée la Securities and Exchange Commission (SEC), organisme de contrôle des marchés financiers toujours actif à l'heure actuelle. Le Williams Act de 1968 est venu, quant à lui, mettre sous régulation fédérale toutes les offres publiques d'achat sur les marchés réglementés américains. Les lois fédérales régissent ainsi les OPA mais n'ont aucune emprise sur les défenses anti-OPA. En effet, cette compétence revient aux Etats, qui mettent en œuvre les différentes stratégies de défenses, aussi appelées *Anti-takeover Statutes*. Ainsi, l'encadrement juridique des défenses anti-OPA s'est construit à travers trois générations de lois, chaque transition marquée par une décision des Cours Suprêmes.

Après l'entrée en vigueur du Williams Act en 1968, la plupart des Etats américains ont voulu réguler les OPA par le biais de leur « blue sky laws ». Ces premières lois anti-OPA s'appliquaient à toutes les sociétés cotées constituées ou du moins ayant un enracinement dans l'Etat. Ces lois dites de « première génération », imposaient des restrictions administratives importantes qui empêchaient toute OPA hostile d'aboutir.

En 1982, la Cour Suprême de l'Illinois, dans son fameux arrêt *Edgar v. Mite Corp.*<sup>16</sup> a déclaré ces lois de première génération anticonstitutionnelles. En effet, elles prévoyaient, même de la part des sociétés étrangères à l'Etat, des notifications préalables au lancement d'une OPA ou l'analyse de son caractère honnête. Selon la Cour Suprême, il y avait de ce fait restriction indirecte sur le commerce interétatique violant ainsi la Constitution américaine<sup>17</sup>.

La sanction des lois de première génération incita les Etats à rédiger des lois de deuxième génération, qui avaient pour objet de réguler les relations d'affaires internes<sup>18</sup>. Ces lois ne s'appliquaient qu'aux sociétés locales et imposaient des conditions de prix ou de vote afin de contrer les OPA coercitives. Mais en 1987, la Cour Suprême sanctionna les lois étatiques de seconde génération<sup>19</sup>. La loi étatique en question était celle de l'Indiana, elle prévoyait qu'un investisseur possédant plus de 20% du capital n'avait le droit de vote en assemblée générale que s'il était approuvé par la majorité des actionnaires « désintéressés » (ni les raiders, ni les dirigeants). De plus, la société-cible disposait de 50 jours dès le dépôt par l'acquéreur potentiel, pour émettre un avis. La Cour s'est prononcée sur la question de savoir jusqu'où les Etats pouvaient légiférer sur les OPA. Pour répondre à cette question, elle adopta une attitude

---

<sup>16</sup> 457 U.S, 624 (1982)

<sup>17</sup> Palmiter A.R. « Corporations –Examples and Explanations », Wolters Kluwer, Law & Business, Sixth Edition, 2013, p. 744

<sup>18</sup> Contrairement aux lois de première génération qui avaient pour objet d'imposer une régulation boursière.

<sup>19</sup> CTS Corp. V. Dynamics Corp. of America, 481 U.S 69 (1987)

pragmatique, n'hésitant pas à calmer la frénésie des OPA<sup>20</sup>. Compte tenu de l'attitude des actionnaires de voter avec la direction en place, la loi de l'Indiana était un réel coup de frein à la vague des OPA. La Cour Suprême sanctionna la loi de l'Indiana, car elle imposait des restrictions non justifiées sur le commerce étatique et qui ne respectaient pas le Williams Act. Ainsi, la Cour Suprême confirma la légitimité des interventions des Etats dans la réglementation des OPA, pour autant qu'elle respecte ces principes précités.

Encouragés par l'arrêt CTS<sup>21</sup>, les Etats ont adopté, depuis, de nouvelles variantes des lois de seconde génération, qui sont les lois de troisième génération en vigueur aujourd'hui. Elles peuvent être distinguées selon plusieurs catégories.

Une première catégorie que l'on peut distinguer dans le paysage juridique américain est celle des « Control Shares Statutes ». Un exemple d'une loi « control share » est celle de l'Indiana. Ces lois permettent à l'actionnariat d'une société cotée (à l'exception des dirigeants et de l'initiateur de l'offre) d'approuver ou non l'offre de l'initiateur. L'initiateur est soumis à ce « rite d'initiation »<sup>22</sup> lorsque sa participation franchit l'un des trois seuils de contrôle (20%, 33% ou 50%). Ces lois étatiques tendent à protéger les actionnaires des OPA coercitives en les contraindant avec une forte action actionnariale.

La deuxième catégorie que l'on peut relever est celle des lois dites « Business Combination ». Un acquéreur qui vient à détenir un pourcentage spécifique dans une société cotée (tel que 15%) ne peut procéder à une opération de restructuration avec la société-cible pendant une période qui peut aller de trois à cinq ans. L'acquéreur pourra tout de même contourner cette interdiction lorsque la direction et la majorité des actionnaires ont approuvé le projet de fusion, ou lorsque l'acquéreur possède plus de 85% du capital de la société.

Les « Fair Price Statutes », sont les prédécesseurs des « Business Combination Statutes » qui prohibent les mêmes opérations une fois que l'acquéreur ait obtenu le contrôle de la société, sauf si l'acquéreur propose un *juste prix*<sup>23</sup> ou que la transaction a été approuvée par l'une des méthodes susvisées. L'Etat de New York a ainsi adopté en 1986 les lois « Fair Price ».

Enfin, la quatrième catégorie des lois de troisième génération sont les lois du Delaware. Ces lois régissant les stratégies anti-OPA sont applicables à toutes les sociétés cotées ayant leur siège dans l'Etat. L'Etat du Delaware met en œuvre une législation protectionniste des sociétés cotées. La grande majorité des sociétés cotées ont aujourd'hui leur siège social dans cet Etat

---

<sup>20</sup> Palmiter A.R., *op. cit.*, p. 746

<sup>21</sup> v. note n°8

<sup>22</sup> Palmiter A.R., *op. cit.*, p. 747

<sup>23</sup> « fair price »

et sont donc assujetties au droit étatique du Delaware. Ainsi, ce mémoire se basera principalement sur les lois fédérales américaines et sur la législation du Delaware. Cependant, afin d'avoir un aperçu global des nombreuses défenses à la disposition des sociétés américaines, la jurisprudence des autres Etats sera également étudiée.

*Le droit français*-En France, la loi Florange de 2014 est venue encadrer les mesures de défense anti-OPA. L'innovation majeure de la loi concerne les mesures de défense, consistant à permettre au conseil d'administration ou au directoire, après autorisation du conseil de surveillance, de prendre toute mesure susceptible de faire échec à une offre publique. Elle renverse totalement le principe de neutralité qui a été instauré par la loi de transposition du 31 mars 2006 de la directive OPA 2004/25/CE du 21 avril 2004. L'ancienne loi avait érigé l'assemblée générale des actionnaires comme organe compétent pour adopter une mesure de défense. Les organes de direction étaient neutres, d'où l'appellation de « principe de neutralité », autrement appelé « principe de non-frustration » des actionnaires. Ce principe déroge à la règle de répartition de droit commun des compétences entre organes. Désormais, la logique est toute autre, puisque la seule limite à la compétence du conseil d'administration ou du directoire réside dans « les pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales » et l'intérêt social, comme le prévoit le nouvel article L. 233-32 I du Code de commerce. Conformément à la directive OPA de 2004, l'article L. 233-33 nouveau du Code de commerce laisse la possibilité aux sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'aménager dans leurs statuts le principe de neutralité, sous réserve de la clause de réciprocité. Cela signifie que les restrictions statutaires au principe de non-neutralité joueront soit pour toute offre, soit uniquement lorsque l'offrant doit en sus recueillir l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires. Pour saisir la mesure de ce renversement de principe, il convient de présenter la construction historique du principe de neutralité.

Avant même la transposition de la directive, le droit pour l'assemblée générale des actionnaires d'adopter des mesures de défense en cours d'offre avait été reconnu et affirmé à plusieurs reprises par les autorités de marché. Ainsi, en 2002, la COB avait reconnu la licéité des mesures de défense anti-OPA votées en cours d'offre, sous réserve du respect des principes généraux du droit boursier<sup>24</sup>. En 2004, l'AMF réaffirmait ce principe<sup>25</sup>. Le droit de

---

<sup>24</sup> Rapp. COB : « [...] dans le respect du libre jeu des offres et de leurs surenchères, le règlement reconnaît la licéité des mesures de défense anti-OPA votées en cours d'offre. »

<sup>25</sup> Communiqué AMF, 23 avril 2004 : il s'agit du « principe selon lequel les mesures de défense contre

résister à une offre publique est, par ailleurs, implicitement confirmé par l'actuel article 232-11 du règlement général de l'AMF, lequel énonce que : « *L'initiateur peut également renoncer à son offre si, pendant la période d'offre, la société visée adopte des mesures d'application certaines modifiant sa consistance ou si l'offre devient sans objet.* »<sup>26</sup>

Si le principe était clair quant au droit de mettre en œuvre des mesures de défense, avant la loi du 31 mars 2006<sup>27</sup>, les pouvoirs des dirigeants en période d'offre publique ne faisaient pas l'objet d'une délimitation claire. En effet, l'ancien article L. 225-129-3 du Code de commerce tenant son origine de l'ordonnance du 24 juin 2004<sup>28</sup>, il ne réglementait que la suspension, pendant la période d'offres, des délégations de pouvoir reçues par l'assemblée générale pour augmenter le capital. Cette suspension n'avait pas lieu si la mise en œuvre des délégations s'inscrivait dans le « *cours normal de l'activité de la société* »<sup>29</sup> et n'était pas « *susceptible de faire échouer l'offre* »<sup>30</sup>. Le législateur n'était donc intervenu que pour limiter le cas d'une augmentation de capital pendant la période de l'offre. A cela, s'ajoutait l'ancien article 4 du règlement de la COB, devenu l'article 231-36 du règlement AMF, qui contraignait les dirigeants à une obligation d'information lorsqu'ils décidaient d'accomplir des actes autres que de gestion courante, à l'exception de ceux qui étaient expressément autorisés par l'assemblée générale des actionnaires réunis pendant l'offre. Cette obligation d'information était vécue pour certains comme une restriction à leurs pouvoirs<sup>31</sup>.

En parallèle à la législation française, a été lancée, en 1971, l'idée d'harmoniser les législations des offres publiques d'acquisition. Elle s'est concrétisée le 19 janvier 1989, par un premier projet de directive. Ce projet a été rejeté en juillet 2001 à la suite de nombreuses tensions portant notamment sur le principe de neutralité du conseil d'administration en cas d'OPA. Modifiée par trente amendements, une nouvelle version du projet de directive a été adoptée le 16 décembre 2001. Du fait des divergences, il revient désormais aux Etats de rendre ou non applicables les articles sur la neutralité du conseil d'administration

---

*une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet* ».

<sup>26</sup> Cafritz E., Genicot O., « *Les recours des initiateurs d'offres publiques confrontés aux moyens de défense anti-OPA* », *BJB*, 2008, n° 2, p. 180.

<sup>27</sup> Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006.

<sup>28</sup> Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004.

<sup>29</sup> Ancien article L. 225-129-3 du Code de commerce.

<sup>30</sup> Ancien article L. 225-129-3 du Code de commerce.

<sup>31</sup> Le Nabasque H., « *Les mesures de défenses anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006* », *Rev. Sociétés* 2006, p. 237.

conformément au principe du « *opt in* », « *opt out* », c'est-à-dire une transposition *a minima*. Si les Etats membres n'imposent pas ce principe, ils doivent laisser aux sociétés le choix réversible de l'appliquer. Cette possibilité est strictement garantie par la directive. A cela s'ajoute la clause inédite de « réciprocité », à l'article 12 de la directive. Cette clause permet aux organes de direction de mettre en œuvre des mesures de défense sans avoir besoin de réunir une assemblée générale et d'obtenir une autorisation, lorsque l'initiateur n'est pas vertueux. La France a fait le choix d'imposer aux dirigeants sociaux un devoir de neutralité à l'article L. 233-32 I du Code de commerce, à la suite de la transposition de l'article 9 de la directive OPA intitulé « *Obligations de l'organe d'administration ou de directive de la société visée* ». Aux termes de cet article, les dirigeants sociaux doivent avoir recueilli une autorisation expresse de l'assemblée générale des actionnaires réunie pendant la période de l'offre publique afin d'adopter des mesures anti-OPA « *à chaud* ». La règle posée à l'article 9 devient obligatoire pour toutes les sociétés de droit français. La seule exception concerne la « recherche d'autres offres », puisque le principe consiste à ne pas « frustrer » le droit des actionnaires de céder leurs titres en leur proposant une alternative. La France est allée jusqu'à suspendre les effets des délégations accordées par l'assemblée générale aux dirigeants sociaux avant l'offre publique, conformément à l'article L. 233-32 III du Code de commerce ancien. De même, les mesures de défense prises par les organes de direction avant la période d'offre, qui ne sont pas totalement ou partiellement mises en œuvre et qui ne s'inscrivent pas dans le cours normal des activités de la société, doivent faire l'objet d'une confirmation ou d'une approbation par l'assemblée générale. Auparavant, les actionnaires étaient omnipotents dans le contrôle des mesures de défense. Cette règle de suspension des délégations marquait une profonde différence avec ce qui était prévu par le passé. En effet, les décisions de la direction, prises antérieurement à l'ouverture de la période d'offre publique, étaient intangibles. « *Le passé était donc préservé.* » Désormais, la loi « Florange » renoue avec le passé, en maintenant de droit les délégations antérieures à l'offre publique. Enfin, la France avait instauré une clause automatique de réciprocité pour toutes les sociétés lorsque l'initiateur n'était pas vertueux, c'est-à-dire lorsque la société n'avait pas pris des mesures équivalentes au droit français. Après l'avoir supprimée, les débats parlementaires lors de la proposition de loi Florange ont fini par rétablir une clause de réciprocité sur la base du volontariat de la société. La clause de réciprocité n'est donc plus automatique. Elle fait dorénavant l'objet d'un aménagement statutaire.

L'opposition des rapports et des débats parlementaires de la loi du 31 mars 2006 et ceux de la loi du 29 mars 2014, concernant les bienfaits et les méfaits des offres publiques, est frappante. Le rapport du sénateur P.H. Marin, fait au nom de la Commission des finances le 13 octobre 2005, met en avant, notamment, que les OPA « participent de la mobilité et de la viabilité du tissu économique » et contribuent à remettre en cause une mauvaise gestion par les organes de direction. Quant au rapport de la députée Clotilde Valter, il n'aboutit pas du tout à la même conclusion. En effet, les OPA auraient un effet significativement négatif sur l'emploi et sur l'implantation des activités en France. En se fondant sur les divergences liées aux effets des offres publiques, il est aisé de comprendre que la répartition de compétences des organes, pour décider d'une mesure de défense, est importante. Cette répartition renvoie à la question de l'efficacité de ce type de mesure. En effet, le changement de régime témoigne des deux conceptions portant sur l'encadrement des offres publiques et, par là même, de la question des conflits d'intérêts potentiels entre les organes. Dans la première conception, il est considéré que l'organe compétent est nécessairement l'assemblée générale des actionnaires. L'offre étant adressée directement aux actionnaires, ils ont donc la compétence pour y répondre ou pour y faire échec. Il est par conséquent nécessaire d'empêcher les organes de direction d'agir en raison de leurs intentions, qui peuvent être mues par des motifs égoïstes comme le souci de préserver leur poste et d'éviter un remaniement managérial. Cette première conception a été celle de la directive OPA de 2004 précitée, laquelle consiste à instaurer une harmonisation de la législation des offres publiques et un cadre favorable à ces dernières par la mise en place du principe de neutralité. La deuxième conception est celle qui est retenue par les Etats-Unis : il s'agit d'autoriser les dirigeants de la société cible à interférer pour empêcher une offre publique. L'ensemble du nouveau dispositif – en dehors de l'aménagement statutaire – a pour inconvénient de se concentrer uniquement sur l'intérêt de l'entreprise et sur l'intérêt des salariés, tout en délaissant l'intérêt des actionnaires. Cette nouvelle répartition des compétences a pour effet de remettre en cause l'équilibre existant entre les membres de la société.

Face au renouveau du patriotisme économique, le droit français semble aligner l'encadrement juridique des défenses anti-OPA à celui du droit américain en laissant plus de place aux dirigeants quant à la mise en œuvre des défenses. Il existe nombreuses stratégies de défense anti-OPA présentes aux Etats-Unis dont s'inspire le droit français. On peut citer des techniques qui visent à manipuler le capital de la société, à fidéliser son actionnariat, ou encore à mettre à l'abri d'un assaillant hostile, les actifs stratégiques d'une société. Les mécanismes de défense sont innombrables et l'imagination des avocats sans limite,

aujourd'hui les sociétés cotées françaises comme américaines ont un large panel de défenses mis à leur disposition. Mais, la question se pose de savoir quel droit (français ou nord-américain) met en œuvre une législation qui rend ces mécanismes de défense plus efficaces ? Les OPA hostiles ont-elles plus de chance d'aboutir en France ou aux Etats-Unis ? Enfin, s'il existe bien une liberté des dirigeants, quant à la mise en œuvre des stratégies de défense, qu'elles sont les limites à leur action ?

L'objet de cette recherche vise à procéder à une analyse comparative des différentes stratégies de défense du droit français et nord-américain. Seront ainsi analysées, les stratégies de défenses préventives (I) et réactives (II) dont disposent les dirigeants, qui représentent un réel intérêt au regard du droit comparé, mais également leur limites quant aux principes que ces dirigeants doivent respecter (III).



## PARTIE 1 : LES DEFENSES PREVENTIVES

### CHAPITRE 1 : LES DEFENSES STATUTAIRES

Les défenses statutaires sont caractérisées par leur diversité (Section 1) quant à leur mise en œuvre ou contenu. Toutes ces défenses sont efficaces pour les sociétés cotées mais il est nécessaire de s'arrêter sur les défenses des *pullules empoisonnées* (Section 2).

#### Section 1 : La diversité des clauses statutaires défensives :

Il existe d'innombrables défenses statutaires disponibles aux sociétés cotées pour les protéger des éventuelles prises de contrôle. Elles sont mises en place préalablement à toute prise de contrôle hostile et ont des objectifs variés. Certains visent à assurer la continuité de la direction et de la politique menée par la société en rendant plus difficile le remplacement des membres de la direction. D'autres tendent à établir différentes catégories d'actions ou encore à fidéliser l'actionnariat.

*Les clauses assurant la continuité des dirigeants au sein de la société-* Ces dispositifs ont pour but d'établir une continuité des dirigeants dans la société. Le droit du Delaware prévoit des dispositions statutaires qui ont pour effet d'assurer la composition des conseils des directeurs des sociétés cibles en échelonnant le renouvellement des mandats des directeurs et en augmentant la durée des mandats. Une clause type d'échelonnement des mandats (ou « *staggered board* ») prévoit que la durée du mandat de directeur est de trois ans et que, chaque année, un tiers des membres du conseil des directeurs est élu. Dans ce cas un acquéreur prenant le contrôle du capital d'une société doit attendre au moins deux mois avant de contrôler le conseil des directeurs de cette société et d'être en mesure de faire accepter une éventuelle fusion entre la société cible et la sienne<sup>32</sup>. Ce dispositif d'échelonnement est efficace face à des prises de contrôle rampantes mais ne peut empêcher la réalisation d'une OPA en numéraire portant sur 100% du capital<sup>33</sup>.

Ce dispositif est souvent combiné avec d'autres procédés visant également à rendre plus difficile les changements dans la composition des conseils de directeurs. On retrouve les

---

<sup>32</sup> Laurent-Bellue, B., « Les défenses aux prises de contrôle aux Etats-Unis », Thèse, 1992, Paris. p.11

<sup>33</sup> *Ibid.*

mêmes dispositifs qu'en France. En effet, le droit français prévoit le principe de révocabilité *ad nutum*. Dans les sociétés à Directoire, la révocation n'intervient pas de plein droit mais seulement s'il y a « juste motif ». Les sociétés cotées françaises sont obligées de respecter dans leurs statuts cette révocabilité pour juste motif car se sont des dispositions légales. L'article L.225-55 du Code de commerce prévoit que le Directeur général d'une société anonyme (SA) ne peut être révoqué que pour juste motif. L'article L.225-61 du Code de commerce prévoit la même protection pour les membres du conseil de surveillance. Cependant, les sociétés françaises peuvent prévoir la même protection mais, statutairement, pour les dirigeants des sociétés par actions simplifiées (SAS).

Le droit du Delaware quant à lui ne prévoit pas de protection légale pour les dirigeants. Se sont donc les sociétés cotées qui dans leurs statuts doivent prévoir des clauses selon lesquelles les directeurs ne peuvent être remplacés que pour juste motif (*for cause*). La notion de « *for cause* » restant vague la plupart des dispositions statutaires énoncent expressément la liste des justes motifs pouvant justifier le remplacement d'un directeur. On peut citer la mauvaise gestion (*misconduct*) ou la poursuite judiciaire (*judicial finding*) comme exemples de justes motifs.

Pour autant, les dirigeants, sous le droit du Delaware, ne sont pas complètement à l'abri d'une révocation. En effet, dans un arrêt la *Chancery Court* du Delaware a affirmé que les actionnaires pouvaient amender les statuts de leur société afin d'éliminer le dispositif d'échelonnement de mandats et de remplacer, sans justification, leurs directeurs<sup>34</sup>. A la lumière de cette décision, les sociétés du Delaware ont intérêt à inclure une disposition statutaire qui impose un vote qualifié des actionnaires pour toute modification statutaire de ces dispositifs<sup>35</sup>.

*Les clauses instituant plusieurs catégories d'actions*- Ces clauses viennent atténuer le principe « un titre, une voix ». Elles ont pour objet de distribuer à différents actionnaires, différentes catégories d'actions. Il existe en premier, les actions à vote simple ou à vote multiples ou encore sans droits de vote. Les sociétés qui choisissent de créer plusieurs catégories d'actions ont généralement dans leur capital de larges participations détenues par les membres d'une seule famille ou par des actionnaires qui ont la confiance de la direction. Les actions dont les droits de vote sont multiples appartiennent à ces actionnaires importants ou au *management*<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> *Roven v. Cotter*, C.A 9840 (Del. Ch., mai 1988)

<sup>35</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 11

<sup>36</sup> *Ibid.*

En France, on retrouve des actions sans droit de vote. Elles peuvent être sous la forme de certificats d'investissement qui dissocient les droits pécuniaires et les autres droits d'une action.

Ces certificats ont été créés par la loi du 3 janvier 1983. L'article L.228-30 du Code de commerce prévoit la création des certificats d'investissement représentatifs des droits pécuniaires et des certificats de droit de vote représentatifs des autres droits attachés aux actions émises. Ceci permet aux actionnaires anciens de conserver leur droit de vote au prorata de leur participation et, de faire souscrire des certificats d'investissement aux nouveaux souscripteurs. Le droit français prévoit un seuil légal maximum de 25% du capital social représenté par des certificats d'investissement.

Cette disposition statutaire s'avère efficace lorsque la société se méfie de son actionariat votant. Elle peut procéder à augmentation de capital réservée à un tiers ami qui, recevra des actions fragmentées et, s'empressera de céder les certificats et de garder les droits de vote. Ainsi il pourra détenir 25% voire 50% avec vote double sans aucune participation dans la société. L'action sera reconstituée lorsque l'actionnaire obtiendra le droit de vote avec le certificat d'investissement.

Une autre forme d'action sans droit de vote est celle des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Le droit français prévoit ce genre d'actions à l'article L.228-35-2 du Code de commerce. Lors d'une distribution des dividendes de la société, les actionnaires détenteurs desdites actions seront en priorité 'rémunérés' par rapport aux autres actionnaires et en contrepartie ils n'ont aucun pouvoir politique au sein de la société. L'article L.228-35-3 limite l'émission de ces titres qu'à proportion du quart du capital des sociétés.

Enfin, on peut citer comme exemple les actions à droit de vote double qui sont devenues depuis la loi « Florange »<sup>37</sup>, une disposition légale. Le droit antérieur au 29 mars 2014 prévoyait que la direction des sociétés était seule à décider si inclure ou non, dans leurs statuts, la disposition selon laquelle sera attribué le droit de vote double pour les actions inscrites au nominatif depuis au moins deux ans au nom du même actionnaire. Avant la loi « Florange » le droit de vote double était une attribution facultative selon la volonté de la société cotée de l'inclure dans ses statuts. Désormais, cette disposition fait partie du droit des sociétés français qui attribue automatiquement au bout de deux ans de détention le droit de vote double à l'actionnaire fidèle, sauf disposition statutaire contraire.

---

<sup>37</sup> LOI n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle

Le droit du Delaware quant à lui ne prévoit pas ce genre de disposition légale, ce sera donc aux sociétés cotées de prévoir dans leur statuts ce genre de disposition. Les actionnaires bénéficiaires seront, le plus souvent, des actionnaires de confiance ou faisant partie du *management*.

*La fidélisation de l'actionnariat*- afin d'être sûre qu'elle aura le soutien, à travers leurs droits de vote, lors d'une OPA hostile, la société cotée doit préalablement à tout projet d'offre hostile, fidéliser son actionnariat. Une exemple de cette fidélisation est le système des stock-options.

Le système des stock-options<sup>38</sup> est un moyen de faire participer les cadres et de les fidéliser comme actionnaires, donc de consolider le pouvoir des dirigeants. Ce n'est pas le noyau stable qui va préserver la société cible du raid hostile mais le coût financier que devra supporter l'initiateur d'une offre pour anéantir cette défense.

Cette défense coûte cher à l'initiateur mais elle ne remet dans les mains des dirigeants qu'une partie minime du capital. En effet, les stock options ne paraissent pas une défense efficace car la dilution du capital, que cette défense financière entraîne, n'est pas suffisante pour provoquer l'émergence d'un opposant au raid.

*Les clauses de changement de contrôle*- Les golden parachutes ou encore les parachute dorés sont des contrats conclu entre une société et ses dirigeants prévoyant le versement d'indemnités importantes à ces dirigeants en cas de cessation de leur fonction liées à un changement de contrôle. Ces contrats sont devenus une composante importante de la planification des rémunérations des principaux responsables des sociétés américaines mais également françaises.

Cette expression fait référence à un plan d'indemnisation versé à un cadre dirigeant, et subordonné à un changement de contrôle. Les golden parachutes constituent un mécanisme destiné à protéger les principaux dirigeants d'une société, du risque d'être destitués en cas de changement de contrôle, risque que s'il n'était pas couvert, pourrait inciter ces dirigeants à chercher un emploi dans d'autres sociétés. Selon certains auteurs, c'est une défense qui permet de faire correspondre les intérêts des actionnaires d'une société avec ceux de ses dirigeants dans la mesure où les goldens parachutes rassurent ces derniers et donc les incitent

---

<sup>38</sup> prévu à l'article L.225-17 et suivants du Code de commerce français

à rester en place aussi bien avant toute attaque qu'après le lancement d'une OPA hostile<sup>39</sup>. Ce sont des dispositions statutaires qui font partie depuis longtemps du paysage juridique américain et notamment du Delaware. Les juges ont rapidement validé ces dispositifs d'indemnisation. Dans un arrêt *Buckhorn*<sup>40</sup>, le tribunal, appliquant le droit du Delaware, a considéré que l'adoption de golden parachutes 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.

Alors que les parachutes dorés sont acceptés par la pratique et affirmés par la jurisprudence américaine, ces dispositions statutaires ont été vues négativement par le droit français. Cette pratique était en principe interdite en France en vertu du principe de libre révocation des administrateurs ou du président. En réalité, une tolérance jurisprudentielle existe. Le juge français dissocie prohibition de l'octroi des indemnités et libre révocabilité en admettant l'octroi d'indemnités dans la mesure où celles-ci sont assez raisonnables pour ne pas en pratique porter atteinte à la révocabilité en ayant un effet dissuasif<sup>41</sup>.

Ainsi on peut constater les innombrables stratégies statutaires qui sont à la disposition des sociétés cotées en vue de mettre en place une stratégie préventive à toute OPA hostile. Les dispositions statutaires précitées ne sont qu'un aperçu général de ce que les sociétés cotées peuvent inclure dans leurs statuts, il existe encore bien d'autres défenses statutaires. Cependant, il est nécessaire de s'arrêter afin d'analyser avec plus de détail des dispositions qui marquent le paysage juridique aussi bien américain que français : les *poison pills*.

## Section 2 : Les poison pills et les bons de souscription d'actions

Les poison pills ont été créées aux Etats-Unis dans les années 80 pour protéger les sociétés des raiders financiers impitoyables. Il est nécessaire de voir la cause de leur création (§1) le mécanisme (§2) ainsi que le contrôle de ces mesures (§3) en France et aux Etats-Unis.

---

<sup>39</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 36

<sup>40</sup> *Buckhorn Inc. v. Ropak Corp.*, 656 F. Supp. 209 (S.D. Ohio)

<sup>41</sup> De Beaufort V., « *Les OPA en Europe* », Collection droit des affaires et de l'entreprise, Economica, 2001

## §1 : La création des poison pills

Aux Etats-Unis, la présentation qui est majoritairement faite aujourd'hui dans les écoles de droit américaines des circonstances de création de la poison pill est celle d'une nécessité face à un « capitalisme de gangster »<sup>42</sup>. Comme constatait le juge William B. Chandler<sup>43</sup> « au milieu des années 80,..., de larges groupes...sont devenus la cible de nombreuses offres hostiles, conduites par des « raiders » ou des « greenmailers » désirant soit vendre la cible par appartement soit extorquer de l'argent aux dirigeants. Si certains voyaient ce phénomène de manière positive, dans la mesure où il permettait d'allouer des actifs sous-utilisés à des acheteurs qui les utiliseraient de manière plus efficace, les dirigeants voyaient ce phénomène avec crainte, cherchant désespérément des moyens de se défendre ». Ce n'est qu'après 1985, que les dirigeants ont repris le contrôle de leur société, comme le constate Len Costa.

L'origine de la poison pill américaine remonte ainsi à deux offres publiques lancées au Texas en 1982. Dans la première, General American Oil se défendait contre une offre initiée justement par T. Boone Pickens. L'avocat Martin Lipton tenta de convaincre les dirigeants de la cible d'utiliser une forme primitive de poison pill, mais la légalité de cette dernière n'avait pas encore été testée et les banquiers refusèrent de l'employer. Finalement General American Oil fut vendue à un offrant arrivé à la dernière minute, Philips Petroleum. Len Costa raconte alors comment Martin Lipton prit l'avion pour rejoindre le siège de la société El Paso qui était également la cible d'une offre hostile. En regardant les différents documents sociaux relatifs à la cible, Lipton 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 de la pilule empoisonnée, Lipton put avantageusement négocier la vente d'El Paso à Burlington Northern.

En France, les bons « Breton » du nom du Ministre de l'économie ont été introduits lors du vote de la loi de transposition de la directive européenne<sup>44</sup>. Le gouvernement français a voulu renforcer les moyens de défense des entreprises hexagonales cotées. Les bons de défense

---

<sup>42</sup> Ronald J. Gilson, « *Unlocal Fifteen Years Later*, » 26 Del. J. Corp. L. 491, 493 (2001)

<sup>43</sup> William B. Chandler, « *Hostile M&A and the poison pill in Japan : a judicial perspective* », Columbia business Law review, 2004.

<sup>44</sup> Loi de transposition du 31 mars 2006 de la Directive OPA 2004/25/CE du 21 avril 2004

consistent à souscrire des actions à des conditions préférentielles et à les distribuer gratuitement à tous les actionnaires. Ils exposent l'offreur au risque d'une forte dilution et renchérit le prix de la prise de participation. A l'image des pilules empoisonnées aux Etats-Unis, si l'attaquant souhaite éviter le risque d'une dilution considérable, il doit négocier avec le conseil d'administration le désamorçage des « rights plans »<sup>45</sup>, ce qui suppose qu'il soit prêt à offrir davantage. La mise en œuvre des bons suppose la convocation de l'assemblée des actionnaires extraordinaire mais qui statue aux conditions de quorum et de majorité posées par l'article L.225-98 du code de commerce, c'est-à-dire aux conditions des assemblées ordinaires. C'est une compétence exclusive de l'assemblée générale des actionnaires qui n'a pas été modifiée par la loi « Florange ».

## §2 : Le mécanisme

Les poison pills américaines et les bons français opèrent selon un mécanisme similaire. Ils peuvent tous deux être mis en place soit à froid, en l'absence de toute offre publique, ce qui est la norme, ou « à chaud », après le lancement d'une telle offre. Cependant l'on remarque des différences assez importantes entre les mécanismes français et américains. Différence d'abord parce que le droit américain se caractérise par une plus grande diversité : on pourrait dire qu'il y a presque autant de poison pills différentes que de sociétés cibles, et l'imagination des avocats a donné naissance à des formes variées de poison pills. Différence ensuite parce qu'en France la loi interdit d'exclure l'initiateur du bénéfice des bons.

Aux Etats-Unis, la description précise du mécanisme des poison pills est rendue délicate par le fait qu'une large latitude est laissée à l'imagination des avocats. On peut néanmoins distinguer ici trois formes différentes de poison pills<sup>46</sup>.

Dans la « *clause de flip-in* » américaine classique, il s'agit pour la société cible d'émettre des droits d'acheter des actions de la cible pour un prix assez bas, l'initiateur ne pouvant, lui, utiliser ses droits. Les droits émis sont des droits d'acheter des actions de préférence pour un

---

<sup>45</sup> Les « rights plans » renvoient au droit de souscrire à un prix préférentiel

<sup>46</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.C, « *OPA et stratégies anti-OPA, une approche internationale* », édition Eska, 1989, Paris. , p.100

prix très élevé, et ces droits sont émis au bénéfice de tous les actionnaires ordinaires au prorata de leur participation. Ces droits ne peuvent être transférés qu'avec les actions ordinaires auxquelles ils sont attachés. Puis, à une date dite d'acquisition, fixée généralement par référence au lancement d'une offre hostile ou au franchissement d'un certain seuil de participation (généralement 15 à 20%), les droits deviennent transférables indépendamment des actions ordinaires et surtout les droits ne donnent plus le droit d'acheter des actions de préférence, mais donnent désormais le droit d'acheter des actions ordinaires de la cible à un prix très intéressant (généralement 50% de la valeur de marché). Le prix d'achat de l'action de préférence devient ainsi le prix d'achat de plusieurs actions ordinaires. Surtout, les droits deviennent, à la date d'acquisition, nuls entre les mains de l'initiateur. Les dirigeants ne peuvent retirer les droits qu'avant la date d'acquisition.

Ces droits ne seront pas détruits par une fusion de la cible avec l'initiateur de l'offre, suite à une offre publique réussie : les droits, selon la clause de « flip-over » qui est souvent mise en place, deviennent des droits d'acheter non pas des actions de la cible mais des actions ordinaires de l'initiateur, avec généralement le même prix (50% de la valeur marché) que la clause de flip-in. De cette manière, la dilution de l'initiateur sera la même, que ce soit la clause de flip-in ou de flip-over qui est activée. La clause de flip-over fonctionne donc selon le même principe que la clause de flip-in, mais donne le droit d'acheter des actions de l'initiateur et non de la cible.

Les « *dead hand poison pills* » sont relativement récentes et ont pour vocation de défendre la société contre des tentatives de prise de contrôle combinant une offre publique et une prise de pouvoir par les élections (connue sous le nom de *proxy fight*). Cette forme de poison pill se caractérise par le fait qu'elle ne peut être retirée que par les dirigeants en place.

En France le législateur a choisi de ne pas créer la clause de *flip-over* ni la *dead hand pill*. Il n'existe donc en France que des clauses de flip-in<sup>47</sup>. Le mécanisme français consiste dans la possibilité pour une société, cible d'une OPA, d'attribuer gratuitement au cours de l'offre des Bons de souscription d'actions (BSA) permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de la société. Les bénéficiaires de ces bons sont tous les actionnaires de la société ayant cette qualité avant l'expiration de l'offre, y compris

---

<sup>47</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.C., *op. cit.*



l'initiateur de l'offre.

Ce dernier point constitue une différence fondamentale par rapport au système américain où l'initiateur est exclu du bénéfice des bons. Mais malgré l'absence d'exclusion de l'initiateur, il y a tout de même un phénomène de 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'annonce des résultats de l'offre<sup>48</sup>. L'initiateur ne recevra par conséquent aucun bon pour les actions qu'il aurait acquises dans le cadre de l'offre publique, car il n'en devient propriétaire qu'à compter du règlement- livraison.

Les modalités pratiques d'émission des bons varient selon le moment de la mise en œuvre de cette défense anti-OPA. Outre la défense prise en cours d'offre, une autre modalité de délégation de compétence au Conseil d'administration ou au directoire est possible avant toute offre existante (on parle alors de défense décidée « à froid »).

L'article L.233-33 I nouveau<sup>49</sup> fait un renvoi à l'article L.233-32 II. pour les dérogations statutaires. Or aux termes de l'article L.233-32 II, l'assemblée générale extraordinaire est compétente pour la mise en œuvre des bons « Breton ».

L'article L.233-33 I., in fine permet la suspension des délégations accordées, avant l'offre publique, par l'assemblée générale. Cela renvoie à la compétence propre des actionnaires qui peut être déléguée, telle que les bons « Breton » et permet de déjouer le maintien des délégations. Les délégations concernent toutes les mesures relevant de la compétence des actionnaires et qui peuvent faire échec à l'offre. L'ancien dispositif s'applique pour analyser la portée de cette modification statutaire. Enfin, l'article L.233-33 II., renvoie à l'ancien article L.233-32 III, al 2. Ce texte reprend la règle de l'article 9,3 de la Directive européenne qui dispose :

*« En ce qui concerne les décisions qui ont été prises avant le début de la période [d'offre] et qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en oeuvre, l'assemblée générale des actionnaires approuve ou confirme toute décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre ».*

Cette règle renvoie à la suspension des décisions qui relèvent de la compétence propre de tous

---

<sup>48</sup> Viandier, « OPA, OPE et autres offres publiques », 4<sup>e</sup> ed. Francis Lefebvre 2010, p. 366 n°2145

<sup>49</sup> Modifié par la loi Florange

les organes de direction au sens large. Il n'est pas seulement fait mention du conseil d'administration ou du directoire. Pour être suspendue, elle doit s'analyser comme une mesure de défense et remplir les conditions cumulatives<sup>50</sup>. Les décisions visent des actes qui produisent des effets de droit et qui engagent la société. Elles doivent avoir été prise avant la période d'offre.

Pour apprécier, la notion de « *cours normal des activités* », il faut se référer à l'article du professeur Viandier sur les délégations d'augmentation de capital dans l'ancien article L.225-129-3 du code de commerce, qui est également transposable au nouveau régime<sup>51</sup>. Il explique à ce propos qu'une mesure participe à la gestion courante si elle correspond à un projet réel qui entre dans la stratégie de l'entreprise ou qui est la conséquence d'engagements souscrits par celle-ci. Cela renvoie également au cas où une décision rentre dans les prévisions du marché et des investisseurs. Enfin, il faut prendre en compte l'impact de la mesure.

Une fois que ces trois conditions cumulatives sont réunies, la décision doit être soumise à l'approbation ou la confirmation par l'assemblée générale. Le terme « approbation ou confirmation » signifie sans doute que les actionnaires ne pourront pas modifier la décision.

### §3 : Le contrôle

Le contrôle par les investisseurs institutionnels représente un contrôle interne efficace des poison pills américaines et des bons d'offre français.

*Le rôle joué par la SEC aux Etats-Unis dans le contrôle des poison pills- C'est sans doute la section 14(e) qui aurait pu être utilisée par la Securities and Exchange Commission pour contrôler certaines défenses anti-OPA. Cette section interdit, en des termes très large, « la fraude, la tromperie ou la manipulation en relation avec toute offre publique », ces actes pouvant émaner soit de l'initiateur soit des dirigeants de la cible, et cette section indique qu'« il revient à la SEC de définir et de mettre en œuvre des moyens dans le but d'empêcher ces actes frauduleux, trompeurs ou manipulateurs ». La formulation de la section 14(e) est similaire à la clause anti-fraude de la section 10(b) du Securities Exchange Act (même si la*

---

<sup>50</sup> Le Nabasque H. « *Les mesures de défenses anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006* » Rev. Sociétés 2006, p.237

<sup>51</sup> Viandier A., « La suspension des délégations d'augmentation de capital en cas d'offre publique », Rev. soc. 2004, n°4, p. 783-93

section 14(e) semble plus vaste car elle inclut non seulement la fraude, mais également la tromperie et la manipulation), section qui avait permis à la SEC de mettre en place la règle 10b-5 qui a donné naissance notamment au délit d'initié. Une interprétation large de la section 14(e) aurait pu de la même manière laisser une grande latitude à la SEC pour contrôler l'usage ou la mise en place des poison pills.<sup>52</sup>

Cependant, comme le note le juge William B. Chandler, « La SEC n'a pas fait preuve d'un quelconque intérêt à réguler les défenses anti-OPA telles que la poison pill »<sup>53</sup>. Face à un tel désintérêt, on aurait pu penser que les juridictions fédérales allaient prendre le relais, mais la Cour Suprême des Etats-Unis a explicitement écarté le souhait des juridictions fédérales de fédéraliser les droit des offres publiques à travers le droit boursier, dans l'arrêt *Santa Fe Indus, Inc v. Green*<sup>54</sup>. Dans cet arrêt, la Cour Suprême a également limité la possibilité pour les Parlements étatiques d'adopter des lois relatives aux offres publiques . Le désintérêt montré par la SEC vis-à-vis du contrôle des poison pills n'a pas eu un réel impact négatif, tant il est vrai « que les tribunaux du Delaware, composés de juges professionnels très aguerris et connus pour leur efficacité, se sont montrés à même d'accomplir cette tâche »<sup>55</sup>.

*Le rôle joué par l'AMF en France dans le contrôle des bons d'offre-* Le système français n'offre pas un tel degré d'expertise et de célérité que les juges français, il convient alors de s'interroger sur les moyens dont dispose l'AMF pour effectuer le contrôle des bons d'offre. A cet égard, de nombreux enseignements peuvent être tirés de l'affaire dite « des bons Plavix »

Dans l'affaire dite « des bons Plavix », qui s'est déroulée deux ans avant la loi du 31 mars 2006, la société Aventis, cible d'une offre initiée par Sanofi, avait convoqué l'assemblée générale des actionnaires dans le but d'effectuer une émission de bons aux actionnaires d'Aventis en vue de les protéger d'une réduction de valeur importante entraînée par la perte éventuelle par Sanofi du brevet du Plavix, qui représentait une part importante du chiffre d'affaires de Sanofi.

Chaque bon devait être attribué gratuitement à tous les actionnaires et permettait de souscrire, à leur valeur nominale, 0,28 actions d'Aventis à deux conditions : l'offre de Sanofi devait d'abord demeurer hostile et devait réussir, et des génériques du Plavix devaient ensuite être commercialisés avant le 31 décembre 2007.

---

<sup>52</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.* p.45

<sup>53</sup> Chandler, W.B. *op. cit.*

<sup>54</sup> 430 U.S. 462, 479-80 (1977)

<sup>55</sup> Chandler W.B., *op. cit.*

L'émission des bons devenait en outre caduque si une offre concurrente de celle de Sanofi intervenait. Enfin, les bons devenaient exerçables si Sanofi, après avoir acquis le contrôle d'Aventis à 95%, initiait une offre publique de retrait sur Aventis, même sans survenance du risque Plavix.

En réaction à ces "bons Plavix", Sanofi a attribué à ses propres actionnaires des bons de souscription d'actions exerçables en cas d'exercice des bons émis par Aventis. L'AMF saisie, elle pris finalement parti contre le projet d'Aventis dans un communiqué du 23 avril 2004 :

*« ...Si l'Autorité réaffirme le principe selon lequel des mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet, elle considère qu'elle ne saurait accepter des dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles et dont l'usage serait susceptible de provoquer en réaction des enchaînements générateurs de grands désordres pour le marché.*

*C'est pourquoi l'Autorité des marchés financiers considère que le projet d'émission des BSA tel qu'il est prévu par le projet de résolution envisagé par le directoire et le conseil de surveillance de la société AVENTIS dont elle a connaissance ne s'inscrit pas dans le cadre des principes qui régissent le déroulement des offres publiques et dont elle a la charge de faire assurer le respect... »*

Finalement, à la suite de ce communiqué, Aventis ne donna pas suite à son projet d'émission des bons, mais Sanofi améliora les conditions de son offre.

Comme note l'AMF, les bons Plavix présentaient de fortes similitudes avec les poison pills américaines et donc aujourd'hui avec les bons d'offre français, car il s'agissait en réalité de défenses anti-OPA . En effet, dans son communiqué, l'AMF indique que les bons Plavix n'étaient qu'« apparemment » destinés à couvrir le risque Plavix, alors qu'« en réalité », il s'agissait d'une véritable défense anti-OPA visant soit à pousser Sanofi à relever son prix d'offre, soit plus simplement à dissuader Sanofi de maintenir son offre. L'AMF présente donc les bons Plavix comme les prédécesseurs de ce qui allait devenir les bons d'offre, en leur assignant la même finalité que les futurs bons d'offre.

A l'appui de cette qualification des bons Plavix en défense anti-OPA, l'AMF note que ces

bons « pourraient être désactivés alors même que le risque subsisterait », ce qui vise le cas d'une offre concurrente sur Aventis, et que les bons « pourraient être activés alors que le risque ne serait pas réalisé », ce qui vise le cas d'une offre publique de retrait de Sanofi sur Aventis.

Ainsi, les *poison pills* françaises comme américaines s'avèrent d'une efficacité redoutable face à une offre publique d'achat hostile. Dès le départ, les *poison pills* ont été vues comme la défense anti-OPA la plus puissante qui existe.

La Cour suprême du Delaware semble également être du même avis. Dans l'affaire *Gaylord Container Corp. S'holders Litig.*<sup>56</sup>, en 2000, la Cour a affirmé qu'« *une poison pill empêche totalement l'acquisition hostile tant qu'elle reste en place* ».

Et dans la pratique américaine, on remarque qu'aucun initiateur depuis 1985 n'a « avalé la pilule »<sup>57</sup> et réussi à prendre le contrôle d'une société cible protégée par des bons défensifs.

En France, on trouve des échos des déclarations américaines sur la puissance des bons. Le ministre de l'économie, lors de l'introduction des bons en droit français, estimait ainsi que « *c'est une défense efficace, elle confronte l'offreur au risque d'une forte dilution, qui rend la prise de contrôle plus onéreuse* ».<sup>58</sup>

## CHAPITRE 2 : LES STRATEGIES SOCIETALES

La société cotée qui veut se protéger d'une éventuelle prise de contrôle va mettre en place des mécanismes de défense préventifs qui toucheront à la forme même de la société (Section 1) ainsi qu'à l'organisation du pouvoir politique au sein de la société par le biais des pactes d'actionnaires (Section 2).

### Section 1 : La restructuration juridique de la société

Se sont des défenses dites juridiques car elles font référence à la structure juridique de la société. Ce type de défense doit être préventive car elle est longue à mettre en place. En effet,

---

<sup>56</sup> 753 A.2d 462 (Del. Ch. 2000)

<sup>57</sup> Chandler W.B., *op. cit.*

<sup>58</sup> Journal Officiel de La République Française, Session Ordinaire de 2005-2006, 159<sup>e</sup> séance, Compte rendu intégral, Séance du lundi 6 mars 2006 (68<sup>e</sup> jour de séance de la session)

lorsqu'il y a transformation de la forme juridique d'une société en une autre, toutes les conséquences doivent être soigneusement examinées. Ces transformations juridiques peuvent prendre la forme d'une holding non cotée (§1) ou encore d'une société en commandite par actions (§2).

### §1 : Holding non cotée

Pour éviter d'être la cible d'une OPA hostile, une société peut créer une holding dont les titres ne seraient pas cotés. Les titres n'étant pas négociables sur les marchés réglementés, il ne peut y avoir d'offre publique d'achat desdits titres. C'est une technique efficace utilisée par des grands groupes familiaux italiens tels que Agnelli ou De Benedetti, mais aussi par les groupes américains et français. C'est le cas du groupe Hachette, qui était détenu à 51,6% par la holding Marlis<sup>59</sup>, ou encore du groupe Hermès, détenu à 51% par la holding H51. Pour que ce type de défense anti-OPA soit efficace, la holding non cotée doit être contrôlée par un nombre restreint de personnes. Ainsi, cette structure juridique s'adapte parfaitement aux sociétés ayant besoin de regrouper des intérêts familiaux au sein d'une même entité. Ceci a pour effet d'harmoniser la politique des actionnaires d'une même famille<sup>60</sup>.

L'un des avantages de la holding consiste à la multiplier (holdings en cascade ou en pyramide) afin d'accroître le levier financier, car il est possible, à chaque étage de la pyramide, de faire entrer dans le capital de nouveaux partenaires sans perdre le contrôle des sociétés.

Un montage de holdings typique permet à un nombre restreint d'actionnaires à la tête de ce montage de garder leurs pouvoirs politiques et capitalistiques. Dans cet exemple, la famille X détient directement un capital de 5% de la société cotée. L'adoption préalable, lors d'une AGE de la société cotée, d'une augmentation de capital réservée à la holding C, aura pour effet de diluer la participation d'un éventuel *raider* hostile dans le capital de la société cotée. Ce mécanisme en cascade est d'autant plus avantageux que la famille X ne sera pas la seule à soutenir les coûts de l'augmentation de capital : ils seront partagés par les différentes holdings existantes.

---

<sup>59</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.-C., « OPA et stratégies anti-OPA, une approche internationale », édition Eska, 1989, Paris, p. 130.

<sup>60</sup> *Ibid.*

De plus, avec une structure en cascade, l'actionnariat familial peut vendre le groupe en cédant directement 51% des titres de la holding B, détenus par A, sans déclencher une OPA obligatoire. En effet, la cession, par la holding A de 51% de ses actions dans la holding B, qui elle-même détient 40% de la société C, qui ne détient que 30% de la société cotée, ne peut être assimilée à « une cession indirecte mais simplement [à] un changement d'actionnaire de référence »<sup>61</sup>.

Ainsi, le contrôle d'une holding de tête contrôlant elle-même des holdings subordonnées permet de garder la possession majoritaire de la société cotée avec un minimum de capital. Cependant, une telle structure ne correspond pas à tout type d'actionnariat. Comme précité, pour que cette stratégie sociétale soit pleinement efficace, il faut un actionnariat concentré et non dispersé. Ainsi, cette défense est limitée dans son efficacité, car elle ne vise que certaines structures actionnariales, notamment les groupes familiaux.

De plus, la mise en œuvre d'une ou plusieurs holdings comporte d'autres inconvénients. En premier lieu, ce montage crée un « management indéboulonnable »<sup>62</sup> : les actionnaires de la ou des holdings risquent de se sentir comme prisonniers de leurs titres car, de surcroît, une holding est une structure fermée afin d'éviter toute intrusion non souhaitée dans le capital. Ainsi, la négociation des titres est dans la plupart des cas accompagnée de clauses statutaires particulièrement rigides.

En deuxième lieu, la holding de tête doit suivre toutes les augmentations de capital que serait amenée à réaliser la société cotée afin d'éviter toute dilution de sa participation<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.-C., *op. cit.*, p. 133.

<sup>62</sup> *Ibid.*

<sup>63</sup> *Ibid.*

## §2 : La société en commandite par actions

La société en commandite par actions (SCA) est une arme redoutable contre les initiatives agressives d'un *raider* qui aurait « des vues » sur une société cotée. En effet, la structure juridique implique de pouvoir dissocier la détention du capital et l'exercice du pouvoir. Alors qu'elle est très présente en France, on ne retrouve pas son équivalent aux Etats-Unis, pays qui pourtant s'était inspiré de la société en commandite simple française pour créer la *Limited Partnership*<sup>64</sup>. Instaurée pour la première fois entre la fin du XVIIIe et le début du XIXe siècle dans l'Etat de New York, le *Limited Partnership* était une structure sociétaire inconnue du droit américain<sup>65</sup>. Avant cette époque, les Etats ne connaissaient que des structures à responsabilité illimitée. Pour autant, l'influence du droit civil continental n'ira pas plus loin, car la société en commandite par actions reste inconnue aux Etats-Unis.. On peut donc dire que la société en commandite par actions est une particularité européenne et, dans le contexte de cette recherche, une particularité française qui reste tout de même une stratégie intéressante et efficace au regard d'une défense anti-OPA.

La société en commandite par actions est peu utilisée en France ; seulement quelques sociétés ont choisi cette structure juridique. Parmi celles-ci se trouvent quelques « poids lourds » du CAC40 tels que Hermès, Lagardère, Michelin, Financière Pinault ou encore EuroDisney. Alors que la SCA a failli disparaître en 1966 et 1991, des événements récents ont relancé son intérêt. Fin 2010, les places d'affaires européennes ont pu assister à l'entrée surprise, dans le capital de la SCA Hermès International, du groupe LVMH, amenant l'actionnariat familial d'Hermès à créer la holding H51 regroupant le pouvoir politique familial.

Opter pour une structure comme celle d'une SCA est une mesure de défense efficace contre une OPA hostile dans la mesure où le capital et l'exercice du pouvoir sont dissociés. La SCA comporte, d'une part, les commanditaires qui sont responsables dans la limite de leurs apports (ce sont les actionnaires) et, d'autre part, les commandités, désignés par les statuts, qui répondent de façon illimitée et indéfinie aux pertes sociales. Les commandités sont considérés

---

<sup>64</sup> « *The American limited partnership is a direct import from France* », Kessler Amalia D., « *Limited Liability in Context: Lessons from the French Origins of the American Limited Partnership* », *The Journal of Legal Studies*, Vol. 32, n° 2 (June 2003), The University of Chicago Press for The University of Chicago Law School, p. 511.

<sup>65</sup> *Ibid.*, p. 531.



comme des associés d'une société en nom collectif ; ce sont eux qui nomment le gérant, le révoquent, approuvent les comptes et modifient les statuts. Ils assurent la gestion au quotidien et la direction de l'entreprise à travers la gérance<sup>66</sup>. En conséquence, ils ont un rôle central dans ce choix ; ainsi, l'article 10 des statuts de la SCA Michelin prévoit que :

*« Les gérants, commandités ou non, sont nommés respectivement par l'assemblée générale extraordinaire sur proposition de l'associé commandité non gérant. »*

De même, l'article 15.2 des statuts de la SCA Hermès International dispose que :

*« La nomination de tout gérant est de la compétence exclusive des associés commandités, agissant après avoir recueilli l'avis du Conseil de surveillance. »*

Un commanditaire ne peut être gérant, d'où l'intérêt de la SCA comme arme anti-OPA. Le gérant est le véritable exécutif de la SCA. Celle-ci peut avoir plusieurs gérants, personne physique ou personne morale. Le gérant n'est pas nécessairement commandité. Il est soustrait à l'influence des commanditaires dont leurs seuls titres sont cotés en bourse. En effet, si les actions des commanditaires sont cessibles, les parts des commandités, elles, ne le sont pas. Une société initiatrice d'une OPA hostile ne pourra être que commanditaire, sans droit d'intervention dans la mise en œuvre de la politique du gérant, ou encore dans sa nomination ou révocation. Les pouvoirs des dirigeants ne pourront être remis en cause par le lancement d'une OPA, car le *raider* hostile ne contrôlera que l'assemblée générale des commanditaires, sans possibilité d'immixtion dans la gérance de la SCA.

Une caractéristique spécifique de la SCA, qui est aussi un de ses attraits principaux, concerne le principe de l'irrévocabilité du gérant par les commanditaires, lesquels sont essentiellement « des pourvoyeurs de fonds »<sup>67</sup>. En effet, l'article L. 226-2 du Code de commerce stipule que, sauf clause contraire dans les statuts, le gérant ne peut être nommé sans l'accord des commandités. Le pouvoir des commandités se traduit par leur droit de veto à l'encontre de toute décision modifiant les statuts. Ce pouvoir étendu (article L. 226-11 du Code de commerce) est, en fait, la contrepartie de leur responsabilité illimitée et solidaire<sup>68</sup>. Le gérant commandité peut même être nommé à vie, comme c'est le cas des deux co-gérants familiaux de la Financière Pinault.

---

<sup>66</sup> Viandier A, « OPA/OPE et autres offres publiques », 4e éd., 2010, Francis Lefebvre.

<sup>67</sup> Viandier A., *op. cit.*

<sup>68</sup> Viandier A., « La commandite par actions comme défense anti-OPA », *Les Echos*, n° 18662 du 28 mai 2002, p. 15.

L'enracinement des dirigeants est un avantage qui rassure les dirigeants des grands groupes familiaux qui veulent garder l'emprise familiale sur leurs sociétés cotées. Ainsi, la famille Lagardère est seule à pouvoir révoquer le gérant, Arnaud Lagardère, avec environ 10 % du capital social, comme le confirme le vote de l'assemblée générale du 27 avril 2010<sup>69</sup>.

Ces groupes familiaux sont attirés par la particularité structurelle de la SCA, car elle favorise la gestion à long terme. Les groupes familiaux sont caractérisés par un « *affectio familiaris* »<sup>70</sup>, ce qui se traduit par la volonté, tant des dirigeants que de l'actionnariat familial, de garder le pouvoir politique entre leurs mains et le plus longtemps possible. C'est ce dont témoigne Christian Peugeot : « *L'entreprise ne nous appartient pas, au sens où elle a été développée par nos ancêtres : nous avons collectivement le sentiment de devoir transmettre l'entreprise.* »<sup>71</sup> Selon Pichard Stamford<sup>72</sup>, l'irrévocabilité du dirigeant, cette particularité de la SCA, facilite la transmission du patrimoine aux descendants<sup>73</sup> et favorise une gestion sur le long terme, d'où la difficulté, pour un *raider* hostile, de déstabiliser une société cotée ayant ce type de structure.

Cependant, la pénétrabilité reste une difficulté et non une impossibilité. Comme le souligne Viandier : « *On considère toujours, mais à tort, que les sociétés en commandite par actions sont des citadelles imprenables : en vérité, tout est affaire de patience.* »<sup>74</sup> En effet, dans le cas de conflit entre les commandités et les commanditaires, « la société en commandite par actions instaure un régime de cohabitation »<sup>75</sup>. Il peut ainsi se créer une réelle paralysie au sein de la société, puisque aucune des deux parties ne peut prendre d'initiative sans le consentement de l'autre. Conséquemment, si un *raider* peut lancer une OPA hostile et prendre le contrôle de l'assemblée des commanditaires, il ne peut imposer une modification des statuts de la société. Pareillement, les associés commanditaires ne peuvent faire approuver les comptes ou distribuer les dividendes en cas de refus d'approbation de l'assemblée des commanditaires. Le blocage interne de la société, s'il n'est pas résolu, peut aboutir à la

---

<sup>69</sup> <http://www.lagardere.com/relations-investisseurs/actionnaires-individuels/assemblees-generales/assemblees-generales-1013.html&theme=600544>.

<sup>70</sup> Amann B., « Les spécificités de l'entreprise familiale », Colloque AJDA, UPPA, 2003.

<sup>71</sup> Interview de Bloch A. et Chabaud D., « *Christian Peugeot et PSA, une affaire de famille* », Revue française de gestion, n° 200, 2010, p. 189-193.

<sup>72</sup> Pichard Stamford J.P. : « L'enracinement des dirigeants familiaux », « *La gestion des entreprises familiales* », de Caby J. et Hirigoyen G., Economica, 2002.

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

<sup>74</sup> Viandier A., JCP édition économique, vol. 11, 2003, p. 457.

<sup>75</sup> V. note n° 10, *op. cit.*

nomination d'un administrateur judiciaire et dans le pire des cas à la révocation du gérant.

On retrouve un exemple de cette situation avec l'OPA de Kingfisher sur la SCA Castorama Dubois Investissement (CDI) en 2002<sup>76</sup>. Cette OPA s'est conclue après six mois de blocage interne, avant que les relations ne reprennent leur cours normal entre les commandités de Castorama et Kingfisher. Or, le groupe Castorama Dubois Investissement avait changé de structure juridique pour devenir une SCA, devant la volonté de Carrefour, dans les années 1980, de racheter Castorama.

Pour faire face aux limites de la particularité structurelle de la SCA, les sociétés cotées prévoient des pactes de mise en concert qui viennent s'ajouter aux autres stratégies de défense.

## Section 2 : Les pactes d'actionnaires

L'expression « pacte d'actionnaires » ou *shareholders agreement* est difficile à appréhender à cause de l'évolution incessante des pactes et des formes variées qu'ils peuvent revêtir. Cependant, le pacte d'actionnaires peut être défini à travers deux caractéristiques : un accord de volonté et un caractère « parasocial »<sup>77</sup>. C'est un accord de volonté entre actionnaires qui régit les relations de ces derniers dans la société.

Le caractère parasocial, quant à lui, se justifie par le fait qu'il est conclu « en dehors » de la société, ce qui explique le préfixe « *para* »<sup>78</sup>, accolé au terme « social ». Par « en dehors » de la société, il faut entendre « en dehors du fonctionnement habituel de la société »<sup>79</sup>, dans la mesure où les actionnaires peuvent conclure des accords dont le contenu ou la forme n'ont pas été satisfaits par les règles de fonctionnement de la société<sup>80</sup>. Le particularisme des pactes dans les sociétés cotées est qu'ils sont soumis à des obligations de publication lorsqu'ils ont

---

<sup>76</sup> [http://halshs.archivesouvertes.fr/docs/00/80/75/73/PDF/Article\\_SCA\\_FDG\\_Vfinale\\_PC\\_JBC\\_Decembre\\_2012.pdf](http://halshs.archivesouvertes.fr/docs/00/80/75/73/PDF/Article_SCA_FDG_Vfinale_PC_JBC_Decembre_2012.pdf).

<sup>77</sup> Dexant De Bailliencourt O., « *Pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées* », Dalloz, 2012, Nouvelle Bibliothèque de Thèses, Vol. 115, p. 3.

<sup>78</sup> Dexant De Bailliencourt O., *op. cit.*

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

<sup>80</sup> Chemla G., Habib M.A., Ljungqvist A., « *An Analysis of Shareholder Agreements* », Journal of the European Economic Association, Vol. 5, n° 1, mars 2007, p. 93-121

pour objet des titres cotés<sup>81</sup>. Ces pactes sont d'une grande diversité mais possèdent tout de même des éléments communs : « *Si la recette est souvent originale, les ingrédients utilisés sont souvent connus.* »<sup>82</sup> Ainsi, il est fréquent de trouver, dans les pactes d'actionnaires, des clauses de préférence, de sortie conjointe ou encore d'agrément. On peut y lire également des clauses sur le contrôle de la société et sur l'organisation de ce contrôle.

En effet, tous les pactes d'actionnaires sont pourvus d'une dimension politique, c'est-à-dire, d'une politique que les parties au pacte souhaitent adopter à l'égard de la société. Il s'agit notamment d'une politique de prise de contrôle, d'exercice de contrôle ou de défense du contrôle<sup>83</sup>. Les actionnaires vont mettre en place une politique commune de défense contre les offres publiques hostiles. La notion de concert est alors indissociable des pactes d'actionnaires dans la mesure où, pour agir de concert, les parties s'appuient sur des pactes. Ce sont ainsi des pactes de mise en concert utilisés par des actionnaires de la société qui se mettent d'accord en vue de prendre le contrôle de la société ou encore pour se défendre d'une prise de contrôle interne. Ces objectifs sont mis en œuvre par le ramassage des actions de la société cotée afin d'augmenter la participation dans le capital de la société lorsque les concertistes ont l'intention d'en prendre le contrôle. Lorsque le concert est mis en œuvre pour protéger la société visée contre une prise de contrôle et donc dans l'optique d'une défense, les actionnaires vont également augmenter leur participation dans le capital de la société ou encore constituer une holding afin de mettre à l'abri un bloc majoritaire d'actions donnant accès au capital ou au droit de vote. Malgré les différentes finalités des concerts, elles ont toutes pour effet ultime de déclencher des franchissements de seuils.

Les franchissements de seuils sont des dispositifs d'alerte permettant essentiellement à l'entreprise d'avoir une bonne image de son actionariat<sup>84</sup>. Les obligations de déclaration de franchissement de seuils permettent ainsi de détecter une prise de contrôle rampante de l'un des actionnaires. Cependant, ces dispositifs d'alerte peuvent se retourner facilement contre l'actionariat qui franchira certains seuils, en défendant la société contre une montée inquiétante d'un ou de plusieurs actionnaires.

---

<sup>81</sup> Le droit français le prévoit à travers les articles L. 233-11 du Code de commerce et 231-5 du RG AMF

<sup>82</sup> Daigre J.-J. et Sentilles-Dupont M., « *Pactes d'actionnaires* », GLN Joly Editions, 1995, n° 2.

<sup>83</sup> Dexant De Bailliencourt O., *op. cit.*, p. 12.

<sup>84</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.-C., *op. cit.*, p. 104.

## §1 : Les déclarations des franchissements de seuils :

### A) Le droit américain :

En 1968 le Williams Act est venu modifier le Securities Exchange Act de 1934 en mettant sous contrôle fédéral les *cash tender offers* (OPA) afin d'accroître la protection du marché et de ses investisseurs dans les sociétés cotées. Pour ce faire, le Williams Act est venu ajouter la Section 13(d) qui impose désormais une obligation d'information relative aux fluctuations réelles et potentielles du contrôle dans une société cotée. La Section 13(d) impose donc 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 cinq pourcent des droits de vote ou de capital d'une société cotée et ce dans la limite de 10 jours depuis la date de l'acquisition<sup>85</sup>. La déclaration oblige l'acquéreur des actions de divulguer nombreuses informations quant à son identité, y compris celle de ses dirigeants, administrateurs et son activité principale, ainsi que le mode de financement des achats d'actions et ses intentions, plans futurs et tout accord concernant la société cotée émettrices des actions.

C'est un mécanisme d'alerte efficace pour les sociétés cotées américaines car permet à la société de connaître les intentions de son actionnariat. Le droit américain instaure réellement un mécanisme préventif car le dépassement d'un seuil de 5% déclenche une obligation pour l'actionnaire acquéreur de dévoiler ses intentions ou non d'acquérir le contrôle de la société. Cependant il est nécessaire de s'arrêter sur plusieurs aspects de ce mécanisme qui ont créé nombreux contentieux.

---

<sup>85</sup> « (a) 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). »

i) L'alinéa 4 de la Section 13(d) : les intentions des acquéreurs quant au futur de la société cotée

La Section 13(d) du Exchange Act prévoit 7 alinéas, chacun demandant la divulgation des aspects matériels de l'acquéreur et de son acquisition. L'alinéa 4 concerne « l'objet de la transaction »<sup>86</sup> qui a soulevé des problèmes d'interprétation quant aux intentions et plans d'action des déclarants. Ceci est dû au fait qu'il est difficile, avec la constante évolution de la situation d'une société cotée, de décrire l'intention subjective et les plans d'action d'un ou plusieurs actionnaires sur la prise de contrôle de ladite société. En plus de déposer une première annexe 13D pour décrire ces activités, les actionnaires devront modifier leur déclaration et notifié la SEC de tout changement matériel des faits énoncés, y compris mais sans limitation, à un changement important dans le pourcentage de participation dans le capital ou droits de vote. Ainsi, toute personne qui dépasse le seuil de 5% est obligée de révéler des informations importantes, quant à la raison de l'acquisition des titres, mais également d'informer en permanence la société-cible de toute modification importante de ses intentions.

Etant donné que la loi oblige cette divulgation des intentions, les tribunaux ont tendance à reconnaître que ces informations sont plus importantes pour les actionnaires de la société-cible et les investisseurs que pour les dirigeants de la société. En effet, les investisseurs pourraient utiliser ces informations pour évaluer leurs stratégies d'investissement<sup>87</sup>. Les investisseurs seraient « irréparablement compromis »<sup>88</sup> si les informations, sur lesquelles ces décisions ont été prises, leur étaient indisponibles. Ainsi, la divulgation de ces informations est essentielle à la mise en œuvre d'une défense anti-OPA pour la société cotée et pour ce fait l'alinéa 4 a posé de nombreux problèmes quant à son interprétation. La question s'est posée de savoir que fallait-il inclure dans la déclaration de l'alinéa 4 ?

A première vue, l'alinéa 4 « objet de la transaction » exige tout simplement au déclarant le but de son opération, ainsi que les plans ou propositions impliquant la société-cible. Cependant,

---

<sup>86</sup> Purpose of Transaction

<sup>87</sup> Li Albert J., « *The Meaning of Item Four of Schedule 13D of the Securities Exchange Act of 1934 : A New Framework and Analysis* », *The Business Lawyer*, Vol. 52, n°3, Mai 1997, p.851-884, pub. American Bar Association

<sup>88</sup> *K-N Energy, Inc. v. Gulf Interstate Co.*, 607 F. Supp. 756, 770 (D. Colo. 1983); *Marshall Field & Co. v. Icahn*, 537 F. Supp. 413, 416 (S.D.N.Y. 1982).

dans le contexte d'une potentielle prise de contrôle, par un ou plusieurs actionnaires, les déclarations vont rester vagues. En effet, le déclarant a tout intérêt à rester imprécis dans ses déclarations pour préserver sa liberté d'action, tout en considérant les différentes options ouvertes à lui telles que : la détention des actions à des fins d'investissement, à des fins politiques, par la prise de contrôle de l'assemblée générale des actionnaires de la société cible, ou la recherche d'un changement de contrôle dans la société-cible par une fusion-acquisition<sup>89</sup>. De même, les dirigeants de la société-cible voudront réunir toute information pertinente concernant toute stratégie des actionnaires par le biais de la Section 13(d) du Exchange Act et ce, indépendamment de l'exactitude de ces informations, afin de dissuader la minime intention d'acquiescer le contrôle de la société. L'équivocité des renseignements est due au fait que les déclarants ayant franchis le seuil des 5% sont encore incertains de leurs intentions 'ultimes' et une divulgation prématurée de leurs plans d'action pourrait s'avérer coûteuse pour les actionnaires de la société-cible ainsi que pour les déclarants<sup>90</sup>. Ainsi, les actionnaires seraient donc réticents à divulguer des plans ou accords encore incertains.

Une autre question qui prête confusion et qui peut apparaître lors la déclaration de l'alinéa 4 est celle de savoir si l'actionnaire qui a l'intention d'acquiescer le contrôle mais qui ne dispose pas des moyens nécessaires pour le faire doit déclarer son intention auprès de la SEC ?<sup>91</sup> Par exemple, l'intention principale et ultime d'un ou de plusieurs actionnaires et d'acquiescer le contrôle de la société cotée, mais ne ils disposent pas de capitaux suffisants, ou encore n'ont pas de projets d'acquisition ce qui rend la prise de contrôle impossible. Dans une telle situation, le ou les déclarants ont bien une « intention de contrôle »<sup>92</sup>, mais n'ont pas le projet ou les moyens nécessaires pour le faire, cette situation ne serait-elle pas trompeuse pour les actionnaires si les déclarants seraient forcés à divulguer cette information ?

Les juges ont ainsi tenté de trouver une position intermédiaire quant à l'obligation de déclaration des intentions et se sont positionnés sur le fait de savoir combien d'information les actionnaires et dirigeants de la société-cible doivent recevoir et peuvent utiliser. Selon les juges, la lecture de l'alinéa 4 suggère que les actionnaires comme les dirigeants sont le plus concernés par un raider qui acquiesce de large quantité d'actions afin de procéder à un

---

<sup>89</sup> Li Albert J., *op. cit.*, p.859

<sup>90</sup> *Ibid.*

<sup>91</sup> *Ibid.*

<sup>92</sup> « control-intention » Li Albert J. , *op. cit.*, p. 862

changement de contrôle au sein de la société cotée ciblée<sup>93</sup>. Ainsi la plupart des tribunaux ont considéré, qu'un investisseur doit divulguer son intention ultime de contrôler<sup>94</sup> la société indépendamment de son caractère défini ou même de l'existence d'un plan qui mettrait en œuvre le contrôle<sup>95</sup>. Dans cet arrêt on peut voir que la Cour du Huitième Circuit se concentre sur le langage de l'article 12b-2 (qui se réfère à la notion de contrôle) et exige que la déclaration imposée par l'alinéa de la Section 13(d) doit contenir les acquisitions faites « à des fins de contrôle » lorsque l'acquéreur des titres a le désir perceptible d'influencer la société-cible dans ses opérations. La déclaration de l'alinéa 4 devient alors obligatoire pour tout acquéreur ayant l'intention de contrôler la société sans pour autant justifier de l'existence d'un plan ou propositions concrets<sup>96</sup>.

La position des cours américaines a pour effet de distinguer l'intention des parties de contrôler la société et les plans ou propositions mettant en œuvre la prise de contrôle. En effet, les parties déclarantes n'ont aucune obligation de divulguer des plans ou propositions qui restent spéculatifs, indéfinis ou contingents<sup>97</sup>.

Alors que la jurisprudence ainsi que la doctrine françaises se sont penchées sur la notion même de l'action de concert, le droit américain quant à lui a soulevé plusieurs interrogations relatives au rôle de l'action de concert dans le déclenchement de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil.

## ii) l'action de concert et le déclenchement de l'obligation de déclaration

Une « acquisition » au sens de la Section 13(d) résulte dans l'obligation de déposer une annexe 13D. La Section 13 (d) impose une obligation de déclaration à toute personne qui après avoir acquit directement ou indirectement la propriété effective d'un nombre d'actions, détient une participation représentant plus de 5% des droits de vote d'une société cotée. Un

---

<sup>93</sup> Financial Gen. Bank- shares, Inc. v. Lance, [1978 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 96,403, at 93,424 (D.D.C. Apr. 27, 1978).

<sup>94</sup> La notion de contrôle au regard de l'article 12b-2 du Exchange Act signifie : « *the possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting securities, by contract, or otherwise.* »

<sup>95</sup> « *regardless of the definiteness or even existence of any plans to implement this purpose.* » Chromalloy Am. Corp. v. Sun Chern. Corp., 611 F.2d 240, 247 (8th Cir. 1979)

<sup>96</sup> Dan River, Inc. v. Unitex Ltd., 624 F.2d 1216, 1226 (4th Cir. 1980)

<sup>97</sup> Saunders Leasing Sys., Inc. v. Société Holding Gray D'Albion S.A., 507 F. Supp 627



groupe de personnes 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 ciblée<sup>98</sup>.

La question la plus intéressante qui a été plaidée en vertu de ladite Section est celle de savoir si un groupe détenant plus de 5% (anciennement 10%) d'une catégorie de titres doit déposer une annexe 13D dès que les personnes décident d'agir de concert aux fins de prendre le contrôle de la société cotée, ou est-ce que le groupe doit procéder préalablement à l'acquisition d'actions en vertu de cette intention?

Le comité de conférence du Congrès s'est prononcée sur cette question au regard du Williams Act de 1968 et a établi que l'accord même d'agir en concert déclenche l'obligation de déclaration<sup>99</sup>, sans aucune exigence pour l'un des membres du concert d'acquérir des actions préalablement. Selon Robinson et Mahoney<sup>100</sup>, cette lecture de la Section 13(d) est une lecture forcée de la loi. Ladite Section prévoit simplement qu'un groupe sera considéré comme une personne lorsque ses membres agissent ensemble pour acquérir, détenir ou aliéner les titres de la société cotée<sup>101</sup>.

Les juges ont par la suite examiné cette question et sont venus à diverses conclusions. Dans l'arrêt *Bath Industries Inc. V. Blot*<sup>102</sup>, la Cour a déclaré que la loi devait être interprétée au regard du respect de l'obligation de divulgation quand, et uniquement quand, tout groupe d'actionnaires, détenant plus de 10% (seuil de l'époque) des actions de la société cotée, s'engagent à agir de concert pour acquérir des actions supplémentaires. Elle ajoute qu'une fois qu'il est démontré qu'un tel groupe a accepté de poursuivre un objectif commun et qu'il a

---

<sup>98</sup> Section 13d-5

<sup>99</sup> REP. No. 90-550, 90th Cong. 1st Sess. 8 (1967) ; H.R. REP. No.90-1711 : «*[Section 13(d)(3)] would prevent a group of persons who seek to pool their voting or other interests in the securities of any issuer from evading the provisions of the statute because no one individual owns more than 10 percent [5 percent after the 1970 amendments] of the securities. The group would be deemed to have become the beneficial owner, directly or indirectly, of more than 10 percent [5 percent after the 1970 amendments] of a class of securities at the time they agreed to act in concert. Consequently, the group would be required to file the information called for in section 13(d)(1) within 10 days after they agree to act together, whether or not any member of the group had acquired any securities at that time* »

<sup>100</sup>Robinson. J.W. , Mahoney J.D., « *Schedule 13D : Wild Card in The Takeover Deck* », The Business Lawyer, Vol. 27, No. 4, American Bar Association, Juillet 1972 , p. 1107-1135

<sup>101</sup> *Ibid.*

<sup>102</sup> *Bath Industries Inc. v. Blot* ; 427 F.2d 97 (7th Cir. 1970)

été également prouvé qu'un des concertistes a, par la suite, acquis 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 en vertu de la mise en œuvre de leur objectif commun. Ainsi le dépôt devra se faire dans les dix jours de cette acquisition.

Dans l'arrêt *GAF Corporation v. Milstein*<sup>103</sup> la cour d'appel des Etats-Unis pour le deuxième circuit a suivi les rapports du comité du Congrès et a estimé que l'accord par un groupe de détenteurs d'actions d'agir de concert suffisait pour imposer l'obligation de remplir l'annexe 13D. La cour a ainsi rejeté la décision de l'arrêt *Bath* et a annulé la décision de première instance qui avait déterminé que les rapports du Congrès avaient fait une lecture erronée du langage de la Section 13(d). En jugeant ainsi dans l'arrêt *GAF*<sup>104</sup>, les juges ont repris extensivement l'analyse d'un article publié dans le *Pennsylvania Law Review*<sup>105</sup> qui avait analysé l'histoire législative du Williams Act en détail et était très critique de la décision *Bath*. L'analyse a conclu que la Section 13(d) vise à porter à l'attention du public chaque accumulation importante de titres qui a le potentiel d'affecter le contrôle d'une société et donc la valorisation des titres de la société cotée cible<sup>106</sup>. Dans cette perspective, la question clé est l'existence du bloc d'actions cumulé indépendamment que l'achat de ce bloc soit le résultat d'une acquisition ou d'une décision d'un groupe d'actionnaires détenteurs d'agir de concert<sup>107</sup>. En outre, la cour soumet à l'obligation de déclaration de la Section 13(d) le groupe qui agit de concert aux fins d'acquérir, détenir ou de disposer des titres de la société cotée cible.

Sous l'interprétation de *GAF* un groupe « d'agresseurs » agissant de concert et détenant plus de 5% des actions de capital ou droits de vote dans une société cotée se verront imposer l'obligation de déclaration de la Section 13(d) du Exchange Act, ce qui s'avère être une défense efficace pour les dirigeants d'une société cible car la déclaration oblige l'actionnaire seul ou les concertistes de mettre sous écrit leurs intentions futures par rapport au contrôle de la société et ceci dès le franchissement d'un seuil bas de 5%.

---

<sup>103</sup> *GAF Corporation v. Milstein* ; 453 F.2d 709 (2d Cir. 1971)

<sup>104</sup> *Ibid.*

<sup>105</sup> « *Section 13(d) and Disclosure of Corporate Equity Ownership* », 119 U. PA. L. REV. 853 (1971).

<sup>106</sup> *Ibid.*

<sup>107</sup> V. note n°55

Récemment la cour d'appel pour le deuxième circuit est venue préciser quel comportement était constitutif d'un groupe au regard de la Section 13(d). Dans l'arrêt *CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Mgmt*<sup>108</sup> de 2011, la cour d'appel revient sur la décision de première instance. Le tribunal avait correctement cité la définition de groupe de la Section 13(d) (3) qui donne la définition comme définition du groupe deux ou plusieurs personnes agissant aux fins d'acquérir, de détenir ou de céder les titres d'une société émettrice. Cependant, le tribunal avait constaté que les actionnaires avaient « agit de concert à l'égard des titres de CSX »<sup>109</sup> sans pour autant spécifier si le comportement des actionnaires correspondait à ceux mentionnés dans la Section 13(d)(3). La cour d'appel a jugé que le fait d'agir de concert à l'égard des titres de CSX était insuffisant pour constater une violation de la Section 13(d). En effet, même si le fondement du groupe au regard de ladite Section est que les membres du concert agissent dans la poursuite d'un objectif commun, l'objectif en question doit correspondre à l'un des objectifs de la Section 13(d) (d'acquérir, de détenir ou de disposer des titres de la société émettrice).

Comme l'explique le Juge Winter dans son opinion individuelle de l'arrêt, la règle n'englobe pas toute action concertée dans le but de changer la politique de la société, uniquement les actes qui rentrent sous ladite règle<sup>110</sup>. Ainsi, les concertistes ont plus de liberté d'agir pour orienter la politique de la société émettrice sans pour autant tomber sous l'obligation de déclaration de la Section 13(d).

## B) Le droit français

Aux termes du premier alinéa de l'article L.233-7 du Code de commerce :

*« ...toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote informe la société dans un délai fixé par décret en Conseil d'Etat, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède. »*

---

<sup>108</sup> 08-2899-cv (2d Cir. 18 juillet , 2011)

<sup>109</sup> *Ibid.*

<sup>110</sup> *Ibid.*

Le droit français prévoit que tout rachat de titres permettant de passer au-dessus des 5%,10%,15%,20%, 25%,30%, 50%, 66%,90% et 95% du capital ou des droits de vote doit être en effet déclaré à l'AMF. Le franchissement du seuil de 30% oblige l'actionnaire à déposer une offre publique obligatoire. Contrairement au droit américain, le droit français encadre les augmentations de participation dans une société cotée à travers différents seuils.

De plus, à partir du franchissement de 5%, 10%, 15%, 20% ou 25% le ou les actionnaires doivent informer l'AMF de leurs intentions dans les prochains six mois à partir du franchissement<sup>111</sup>. La détention de ces titres, pour les deux cas précités, peut être directe comme indirecte<sup>112</sup> Il est en outre possible d'abaisser statutairement ces seuils jusqu'à 0,5% eu capital, à l'instar d'Air France-KLM<sup>113</sup>. L'obligation de déclaration de franchissement de seuil est alors un mécanisme préventif qui permet à la société cotée visée par une potentielle offre hostile d'être informée des intentions de son actionnariat pour ainsi mettre en œuvre, à temps, une stratégie de défense efficace.

Cependant il est intéressant de s'arrêter sur plusieurs termes de l'article L.233-7 du Code de commerce. En premier lieu, la notion d'action de concert, a fait couler beaucoup d'encre à cause de sa continue évolution et par conséquent de sa notion floue. Ensuite, la notion de participation indirecte au regard des articles L.233-9 du Code de Commerce et 223-11 du RG AMF, notion qui peut faire augmenter l'addition du seuil de participation.

i) La notion d'action de concert

En France, c'est la Commission des opérations de bourse (COB) qui utilise pour la première fois la notion d'action de concert dans une décision relative à une offre publique d'achat<sup>114</sup>. Elle s'en servira plusieurs fois par la suite. La notion sera par la suite intégrée dans le champ réglementaire par le règlement de la chambre syndicale des agents de change du 21 avril 1983.

Le Code de commerce prévoit deux types de concert prévus aux articles L.233-10 et L.233-

---

<sup>111</sup> Article L..233-7, VII. Code de commerce

<sup>112</sup> Article L..233-9 I Code de commerce

<sup>113</sup> Albouy M., Bonnet C. , « OPA, OPE et LBO », Finance, Economica, Paris, 2008

<sup>114</sup> COB, déc. 13 janv. 1970

10-1 démontrant que la notion d'action de concert est constamment confrontée aux évolutions communautaires. En effet, c'est la directive concernant les offres publiques d'acquisition du 24 avril 2004 qui est venue ajouter une deuxième définition de l'action de concert en droit français. Lors de sa transposition, le législateur français a fait le choix de transposer la définition communautaire de l'action de concert dans un article distinct de celui qui définissait jusqu'alors la notion (article L.233-10). Malgré le maintien d'une notion unitaire de l'action de concert, cette transposition introduit la seule nouveauté apportée par la directive qu'est l'action de concert défensif.

L'article L.233-10, I décrit les concertistes comme :

*« Les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote, ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société. »*

L'article pose une double exigence d'un objet défini et d'un élément intentionnel qui correspond à la volonté des parties de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société.

L'objet de l'accord vise uniquement les droits de vote puisque le législateur vise les accords conclus *« en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote »*. En revanche, l'objet peut être capitalistique comme politique<sup>115</sup>. L'accord capitalistique peut prendre la forme d'une mise en concert organisant *« pour l'avenir le transfert de propriété des titres ayant le droit de vote, peu importe que seulement l'une des parties soit engagée par cet accord »*<sup>116</sup>. L'accord politique est quant à lui celui conclu *« en vue d'exercer les droits de vote »* selon l'article L.233-10, I du Code de commerce comme par exemple une clause constituant une holding dans le but de centraliser les droits de vote. On peut citer comme exemple la mise en concert des héritiers Hermès qui ont constitué la holding H51 après la montée en participation du géant du luxe LVMH.

La deuxième exigence posée par le droit français est celui de l'élément intentionnel de l'accord. En effet, l'accord ne sera qualifié d'action de concert qu'à la condition qu'il a été conclu pour mettre en œuvre une politique commune ou obtenir le contrôle de la société. La

---

<sup>115</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 235

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

preuve de la finalité particulière de l'accord est essentielle car la mise en œuvre d'une politique vis-à-vis de la société est l'essence même de l'action de concert<sup>117</sup>. Cette politique commune se traduit par la « stratégie que les concertistes déterminent ensemble pour la réalisation de leurs objectifs communs ou particuliers »<sup>118</sup>.

La jurisprudence est venue, quant à elle, préciser la nature juridique de l'action de concert. Par son jugement sur l'affaire *Sacyr Eiffage*<sup>119</sup>, la cour d'appel de Paris avait expressément indiqué que l'article L.233-10 du Code de commerce n'exige pas que l'accord résulte d'un écrit, ni qu'il revête un caractère contraignant et « *qu'en dépit des déclarations en sens contraire des intéressés, les acquisition d'actions d'Eiffage par Sacyr et d'autres sociétés espagnoles procédaient non d'un simple parallélisme de comportement, mais d'une démarche collective organisée tenant à la poursuite d'une finalité commune* »<sup>120</sup>, la prise de contrôle d'Eiffage.

Ainsi la démarche collective organisée tendant à une poursuite d'une finalité commune suffit à qualifier l'accord d'action de concert, et ce même en l'absence d'un acte juridique contraignant (un contrat). En effet, la dimension contraignant forte n'étant qu'un indice supplémentaire de l'existence du concert, ce qu'est venue confirmer peu de temps après, la cour d'appel de Paris dans l'affaire *Gecina*<sup>121</sup>.

En conséquence, pour que l'augmentation de la participation dans le capital d'un groupe d'actionnaires soit considérée comme une action de concert, et donc susceptible de franchir les seuils légaux ou contractuels d'une société cotée, ces nombreuses conditions doivent être remplies.

En ce qui concerne l'article L.233-10-1 du Code de commerce, ajouté par la transposition de la directive précitée, l'unique apport que l'on peut constater est l'introduction du concert défensif. Ledit article dispose le suivant :

*« En cas d'offre publique d'acquisition, sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le*

---

<sup>117</sup> *Ibid.*

<sup>118</sup> Schmidt D., « *Précisions sur l'action de concert* », Recueil Dalloz 2009, p.2836

<sup>119</sup> CA Paris, 2 avril 2008, n°2007/11675

<sup>120</sup> Note Le Nabasque H. CA Paris, 2 avril 2008, n°2007/11675, BJS mai 2008, n°89, p.411

<sup>121</sup> Note Zabala B., CA Paris 24 juin 2008, n°2007/21048, BJS octobre 2008, n°50, p.589

*contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre. Sont également considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec la société qui fait l'objet de l'offre afin de faire échouer cette offre. »*

Cette action de concert s'inspire de la définition générale de l'article L.233-10, I du Code de commerce en ce qu'elle requiert un élément intentionnel ainsi qu'un objet précis. Elle se différencie en ce que la dernière phrase de l'article L.233-10-1 introduit le concert défensif. Ainsi, le concert conclu entre plusieurs personnes a pour objet de faire échouer l'offre. De plus, la société-cible n'est plus visée par l'accord, comme dans la définition de l'article L.233-10, I, mais elle fait partie intégrante de l'accord en vue de faire échouer l'offre publique. Conséquemment ce concert défensif, définition spéciale de l'action de concert, n'est applicable qu'en cas d'offre publique d'acquisition. Plus précisément, le champ d'application du concert défensif ne concerne que « la période d'offre publique délimitée par le droit financier »<sup>122</sup>.

La définition générale de l'action de concert est alors applicable en matière de déclaration de franchissement de seuils, de déclaration d'intention ou encore d'offre publique obligatoire. De manière plus restrictive, la définition de l'action de concert de l'article L.233-10-1 du Code de commerce ne pouvant être utilisée qu'en période d'offre publique, « c'est-à-dire à partir de la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'offre... », cette notion ne s'applique qu'aux « ...obligations d'informations et d'abstention encourus d'offre publique lors de la rédaction du projet d'offre et du projet de note d'information »<sup>123</sup>.

Cette partie se concentrant sur les stratégies préventives anti-OPA, l'article L.233-10 du Code de commerce sera donc la définition de référence de l'action de concert.

#### a) Le droit français simplificateur de la preuve du pacte de mise en concert

La société cotée faisant l'objet d'une potentielle prise de contrôle hostile a tout intérêt d'apporter la preuve de la conclusion d'un pacte d'actionnaires répondant aux conditions de l'article L.233-10 du Code de commerce. Conscient de la difficulté de rapporter la preuve de cet accord, le législateur français a énoncé cinq hypothèses dans lesquelles l'accord défini à

---

<sup>122</sup> Goyet C. , « *Les facultés offertes par l'actions de concert* » , in, « *Dossier : L'action de concert* », Journal des sociétés, septembre 2008, p. 45

<sup>123</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 247

l'article précité est présumé exister.

Les présomptions légales définies à l'article L.233-10, II permettent de présumer une absence de désaccord<sup>124</sup> : la proximité des personnes visées par l'article rend peu probable leur désaccord.

Tout d'abord sont présumés agir de concert une société, le président de son conseil d'administration et ses directeurs généraux ou les membres de son directoire ou ses gérants<sup>125</sup>. Cette présomption est justifiée dans la mesure où le dirigeant va voter dans le même qu'il utilise ses titres personnels ou ceux détenus par la société qu'il dirige. Les deuxième et troisième présomptions sont les présomptions de concert vertical et horizontal<sup>126</sup>. Elles concernent les membres d'un groupe de sociétés et s'applique à une société et à celles qu'elle contrôle<sup>127</sup> (ainsi qu'aux sociétés contrôlées par la ou les mêmes personnes<sup>128</sup> au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce. Dans ces deux cas, la présomption se base sur les « rapports de pouvoir et de domination existant nécessairement au sein d'un groupe de sociétés... » et de ce fait qu'elles « ...ne pouvaient qu'exercer une politique commune »<sup>129</sup>. La quatrième présomption concerne la relation entre les associés d'une société par actions simplifiée (SAS) et les sociétés contrôlées par ladite société<sup>130</sup> et ce à cause de la transparence structurelle de la SAS. Enfin la dernière présomption vise la relation entre le fiduciaire et le bénéficiaire d'un contrat de fiducie, si ce bénéficiaire est le constituant<sup>131</sup>. Le fiduciaire ayant l'obligation de restituer les biens, c'est donc le constituant, qui est également le bénéficiaire, qui va lui dicter le sens du vote<sup>132</sup>.

Ce sont des présomptions simples qui pourront être renversées par la preuve que les personnes ne poursuivent pas une politique commune, mais ces présomptions restent tout de même difficiles à renverser.

---

<sup>124</sup> *Ibid.* p.255

<sup>125</sup> Article L.233-10, II, 1°

<sup>126</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 255

<sup>127</sup> Article L.233-10, II, 2°

<sup>128</sup> Article L.233-10, II, 3°

<sup>129</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 256

<sup>130</sup> Article L.233-10, II, 4°

<sup>131</sup> Article L.233-10, II, 5°

<sup>132</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 256



## b) le recours aux présomptions du fait de l'homme

Lorsque l'accord n'est pas visé par les présomptions légales, les autorités chargées de qualifier des personnes de concertistes sont contraintes de recourir à la méthode du faisceau d'indices<sup>133</sup>. L'AMF, soutenue par la cour d'appel de Paris, eu recours à cette méthode dans les affaires déjà citées, *Sacyr Eiffage*<sup>134</sup> et *Gecina*<sup>135</sup> afin de qualifier une action de concert.

Dans la première affaire l'autorité de marché ne disposait d'aucun écrit formalisant le concert et les concertistes n'avaient d'agir dans ce sens. Elle n'avait connaissance que d'un grand nombre de faits qui constituaient des indices d'une éventuelle action de concert. Ainsi, l'AMF a relevé que les faits étaient susceptibles de caractériser une action concertée et a considéré que :

*« les faits relevés ne peuvent constituer, au cas présent, une somme d'opérations individuelles et autonomes dont la conjonction serait fortuite et qu'à l'inverse leur accumulation ne peut s'expliquer que dans le cadre d'une intention commune visant l'acquisition du contrôle de la société, en donnant à Sacyr les moyens de mettre en œuvre une politique vis-à-vis d'Eiffage ».*

Ainsi pris individuellement les faits ne permettaient pas la qualification d'action de concert mais accumulés (du fait de l'indissociabilité des indices) ils permettaient d'établir une présomption d'accord<sup>136</sup>. Cette décision de l'AMF fut confirmée par la cour d'appel de Paris<sup>137</sup>.

Dans l'affaire *Gecina*, l'AMF adopta la même démarche et après avoir relevés un nombre de faits, elle constata que les comportements ne « *sauraient caractériser des démarches individuelles* » pour en déduire l'existence d'une action de concert.

C'est au regard de ces éléments que les sociétés cotées, ayant le soupçon d'une prise de contrôle hostile par ses actionnaires, doivent établir le concert entre actionnaires.

---

<sup>133</sup> Laprade F.M., « *Action de concert* », Jurisclasseur Droit commercial, Fasc. 614

<sup>134</sup> AMF, déc. , n°207C1202, 26 juin 2007

<sup>135</sup> AMF déc. , n°207C2792, 13 décembre 2007

<sup>136</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 259

<sup>137</sup> V. note n°35

## ii) Les participations indirectes

L'article 233-11, I de l'AMF prévoit le franchissement de seuil des actions détenues indirectement par les actionnaires<sup>138</sup>. La notion de détention indirecte est importante lors de la mise en œuvre d'une défense anti-OPA. En effet, les sociétés cotées sont d'autant plus protégées par ces dispositifs d'alertes que leur champ d'application est large. Ainsi, le dépassement du seuil de 5% pourra être la détention individuelle ou de concert indirecte d'un actionnaire. Ce champ d'application est utile car il empêche que l'actionnaire ou les concertistes n'utilisent comme subterfuge les détentions indirectes pour contourner les diverses obligations qui découlent des divers seuils franchis<sup>139</sup>.

La décision du 28 janvier 2013<sup>140</sup> de la Commission des sanctions de l'AMF apporte de nouveaux éclaircissements sur le régime des déclarations des franchissements de seuils, fixé principalement aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce complétés par les articles 233-11 et suivants du RG AMF, ainsi que les conditions d'application du régime d'assimilation<sup>141</sup>.

Le dispositif des déclarations des franchissements de seuils impose de prendre en compte, dans le calcul de la fraction du capital ou des droits de vote détenue par un déclarant, les actions dont ce dernier n'est pas « directement » le propriétaire. L'article L. 233-9 I énumère neuf cas d'assimilation pour la détermination d'une participation en capital et en droits de vote. Dans sa décision précitée, l'AMF a fait application du deuxième cas d'assimilation, imposant d'agréger les actions ou les droits de vote possédés par une personne indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'elle contrôle. En outre, le déclarant doit indiquer « l'ensemble des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce par

---

<sup>138</sup> «- Pour le calcul des seuils de participation mentionnés à l'article L. 233-7 du Code de commerce, sont pris en compte les actions et les droits de vote détenus ainsi que, même si la personne concernée ne détient pas elle-même des actions ou des droits de vote par ailleurs, les actions et les droits de vote qui y sont assimilés en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce, lesquels sont rapportés au nombre total d'actions composant le capital de la société et au nombre total de droits de vote attachés à ces actions. »

« Le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote. »

<sup>139</sup> On peut penser à l'obligation de déclaration de franchissement de seuils simple, à l'obligation de déclaration d'intention ou encore au dépôt d'une OPA obligatoire.

<sup>140</sup> La décision de sanction à l'égard de la société Gilaspi et de M. Marc Eisenberg.

<sup>141</sup> Prévus à l'article L. 233-9 I, 2° du Code de commerce.

l'intermédiaire desquelles les actions et les droits de vote sont détenus »<sup>142</sup>.

La décision de l'AMF du 28 janvier 2013 a apporté des précisions quant à la notion de possession indirecte<sup>143</sup>. La déclaration des participations indirectes suppose la preuve d'un « *contrôle de la société intercalée par le chef de file* »<sup>144</sup>. A cette fin, la loi se réfère à la notion de contrôle telle que prévue par l'article L. 233-3 du Code de commerce. L'article énumère plusieurs situations de contrôle. Lorsque le contrôle est majoritaire, il est dit « de droit ». Le contrôle présumé est établi lorsque la personne détient plus de 40% de la fraction des droits de vote et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient une fraction supérieure. Le contrôle de fait, quant à lui, s'applique lorsqu'une personne détermine « en fait », par le biais des droits de vote qu'elle détient, les décisions dans les assemblées générales. Enfin, le contrôle est de concert et conjoint lorsque deux ou plusieurs personnes, conjointement, déterminent l'orientation des décisions prises en assemblée générale. Dans l'affaire *Gilaspi*, la Commission des sanctions a ainsi rappelé que l'obligation déclarative s'appliquait à une personne ne « détenant directement aucune action »<sup>145</sup>. Une solution qui avait déjà été avancée par la COB en 1985<sup>146</sup>, comme par l'Association nationale des sociétés par actions (ANSA), pour laquelle la notion de participation, prévue par la loi, devait être entendue dans « le sens le plus large avec [ses] ramifications éventuelles »<sup>147</sup>. Selon l'ANSA, une société n'ayant pas de participation directe ne peut dissimuler sa participation derrière l'écran de ses filiales ; mais, ce dispositif peut difficilement sanctionner le chef de file du fait de la détention indirecte des actions franchissant le seuil en vertu de l'application stricte des sanctions pénales<sup>148</sup>.

Les actionnaires personnes morales comme physiques<sup>149</sup> d'une société cotée contrôlant une autre société qui détient à son tour des actions de capital de droit de vote dans la société cotée ne pourront pas faire jouer l'écran, car la participation indirecte sera prise en compte dans l'addition de la fraction détenue par lesdits actionnaires. La détention indirecte permet ainsi à

---

<sup>142</sup> Article 223-14 II, 7° RG AMF.

<sup>143</sup> Cuntz N., « *Calcul des franchissements de seuils : comment l'assimilation des participations indirectes peut augmenter l'addition* », Revue trimestrielle de droit financier, 2013, n° 2.

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

<sup>145</sup> Cuntz N., *op. cit.*

<sup>146</sup> « *Une société mère est tenue de faire une déclaration si des acquisitions de titres par sa filiale viennent à lui faire franchir indirectement un seuil, quand bien même elle ne serait détentrice d'aucun titre.* »

<sup>147</sup> Conac P.-H., « *Franchissement de seuil* », Rep. Sociétés Dalloz, mars 2011, n° 87.

<sup>148</sup> Bull. ANSA n° 08-038, C.J. 3 septembre 2008.

<sup>149</sup> La décision *Gilaspi* donnant une interprétation large de l'article L. 233-9, I 2°.

une société cotée de connaître son actionnariat, même le plus dispersé, et peut dévoiler des intentions de prise de contrôle d'un actionnaire qui ne franchit aucun seuil directement mais qui, indirectement, détient une participation alarmante pour l'indépendance de la société. Le dispositif d'alerte de déclaration des franchissements de seuils s'avère ainsi un mécanisme efficace pour une société cotée, car il limite plusieurs subterfuges qui pourraient être utilisés pour échapper à la surveillance des dirigeants.

iii) L'assimilation des instruments financiers dénoués en numéraires

La Loi Warsmann II<sup>150</sup> est venue modifier le régime déclaratif des franchissements de seuils à compter du 1er octobre 2012.

Dans le droit antérieur à la loi Warsmann II, les instruments financiers dérivés à dénouement physique (« *physically-settled derivatives* ») faisaient (et font toujours) partie d'une assimilation prévue par l'article L.233-9 I, 4° du Code de commerce. En revanche, ledit article n'incluait pas les instruments financiers dérivés à dénouement monétaire (« *cash-settled derivatives* ») qui sortaient ainsi du champ de la détention par assimilation.

En effet, sous ce régime antérieur, le Code de commerce 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 permettant un dénouement physique<sup>151</sup>. De ce fait, les instruments financiers dérivés dont le dénouement qui ne pouvaient se faire qu'en numéraire n'étaient pas assimilés aux actions détenues.

La loi Warsmann II a donc étendu le champ d'application de la détention par assimilation aux accords et instruments financiers dérivés à dénouement en espèces pour les besoins des déclarations de franchissements de seuils.

Depuis 2012, l'article L. 233-9, I, du Code de commerce, contient un 4° bis aux termes duquel « *sont assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue à 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*

---

<sup>150</sup> loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, art. 25

<sup>151</sup> Plus précisément « *ceux qui rendent possible une livraison des actions existantes sous-jacentes.* »  
<http://www.cms-bfl.com/Flash-info-Marches-de-capitaux--Declarations-de-franchissements-de-seuils--Assimilation-des-instruments-financiers-derives-denoues-en-numeraire-a-compter-du-1er-octobre-2012-01-10-2012>

*similaire à la possession des dites actions ».*

Ce sont surtout les contrats financiers d'échange sur actions avec dénouement en espèces (« *cash-settled equity swaps* ») qui ont été touchés par cette nouvelle loi. En effet, avant 2012 un raider hostile, voulant prendre le contrôle d'une société cotée, pouvait augmenter sa participation dans la société cible et même dépasser les franchissements de seuils légaux ou statutaires sans pour autant être assujéti à l'obligation de déclaration prévue par ces dispositifs d'alerte. Le raider procédait tout simplement à ces contrats financiers, appelés « *equity swaps à dénouement monétaire* » qui permettent au raider de jouer sur un titre boursier sans le posséder mais avec la possibilité de l'obtenir à terme. La loi, avant 2012 ne l'assimilant pas à une détention d'actions, protégeait de manière indirecte les prises de contrôle rampantes de l'obligation de déclaration.

C'est justement par ce biais que LVMH est rentré dans le capital d'Hermès International. Par cette astuce, LVMH a organisé le rachat de titres Hermès en étoile, via trois banques, de façon à ce qu'aucune d'entre elles ne franchisse le seuil des 5%. Natixis acquiert de son côté 4,7%, la Société Générale 4,5% et le Crédit Agricole 3%. En juin 2010, quand LVMH décide de rentrer officiellement dans la société cotée, le groupe demande ainsi aux trois banques d'être payé en actions, et non plus en cash et les titres sont venus à la possession de LVMH. Le 23 octobre 2010, le groupe annonce officiellement détenir 14,1% d'Hermès, puis 17,1% le 26 octobre, 20,21% le 21 décembre, 21,4% en juillet 2011, 22,28% en décembre 2011.

La Loi Warsmann II a eu pour effet de provoquer, pour les détenteurs de positions longues, de manière passive, le franchissement à la hausse d'un seuil légal et de mettre ainsi en alerte les dirigeants de la société-cible pour qu'ils ne se retrouvent pas, une fois « le fait accompli », devant offre publique d'achat hostile.

iv) L'offre publique obligatoire : une particularité française :

Contrairement au droit américain et notamment celui du Delaware qui ne prévoit aucune obligation de déposer une offre publique au déclarant franchissant un certain seuil de participation, le droit français impose au déclarant qui dépasse le seuil du tiers du capital ou du tiers des droits de vote le dépôt d'une offre obligatoire sur le reste des actions de capital ou de droits de vote restants<sup>152</sup>. Le droit français est alors plus protecteur des actionnaires

---

<sup>152</sup> Articles L.433-3, I du Code monétaire et financier et 234-2, al.1<sup>er</sup> RG AMF

minoritaires car il leur donne la possibilité de sortir de la société en échange d'un prix favorisé par le jeu des offres et des surenchères qu'engendre le dépôt d'une offre publique.

Le seuil du tiers (ou 30%) correspond à la minorité de blocage dans une société anonyme (SA) et la raison du franchissement reste indifférente. Le dépôt d'une OPA est aussi obligatoire dans le cas où des personnes agissant seules ou de concert, acquièrent en moins d'une année plus de 1%<sup>153</sup> du nombre total des titres de capital ou des droits de vote, lorsqu'elle détiennent déjà directement ou indirectement, un nombre compris entre le tiers et la moitié de ce total<sup>154</sup>. Daniel Ohl donne l'exemple d'un actionnaire qui, en moins de 12 mois consécutifs, augmenterait sa participation de 34 à 37% devra lancer une OPA sur les 63% restants<sup>155</sup>. Le droit français pose des règles plus contraignantes que le droit européen dans la mesure où la directive n°2004/25/CE OPA, du 21 avril 2004, ne prévoit pas d'OPA dans le deuxième cas.

Le législateur français est d'autant plus protectionniste qu'il étend l'obligation de déposer une offre publique lors de la prise de contrôle d'une société mère. En effet, l'article L.433-3, IV du Code monétaire et financier (CMF) dispose que le fait pour toute personne, agissant seule ou de concert, de déposer une offre tendant à la prise de contrôle d'une société qui détient plus de 30% du capital ou des droits de vote en assemblée d'une autre société (française ou étrangère), peut entraîner le dépôt d'une offre obligatoire. La prise de contrôle de la société mère déclenchera une OPA obligatoire sur sa filiale si la participation détenue par la société mère représente un « actif essentiel »<sup>156</sup>.

L'AMF s'était déjà prononcée sur la notion d'actif essentiel. Dans l'affaire APRR<sup>157</sup> elle est venue préciser comment la participation d'Eiffage dans la société APRR constituait ou non un actif essentiel de la société Eiffage. Elle a procédé à une approche multicritères reposant d'une part sur une analyse quantitative consistant à examiner la contribution d'APRR aux comptes consolidés d'Eiffage, et d'autre part sur une analyse qualitative consistant à appréhender l'intérêt stratégique représenté par APRR pour Eiffage. Selon Ohl la notion d'« actif essentiel » devrait viser une fraction excédant la moitié de l'actif de la société, fraction qui

---

<sup>153</sup> Seuil abaissé de 2% à 1% par la loi Florange

<sup>154</sup> Article 234-5 RG AMF

<sup>155</sup> Ohl D., *op. cit.*, p. 252

<sup>156</sup> Article 234-7 RG AMF

<sup>157</sup> Décision AMF n° 207C1202

peut être inférieure lorsque la participation présente un « intérêt stratégique »<sup>158</sup>.

L'objectif de cette extension donnée à l'OPA obligatoire est de protéger les groupes français sous-capitalisés en bourse<sup>159</sup>. Cette disposition devient alors une réelle défense anti-OPA car elle rend la prise de contrôle d'une société mère beaucoup plus onéreuse et est indirectement protectrice des actionnaires de la société mère visée par une offre tendant à opérer un changement de contrôle.

Le droit français comme américain prévoient des exemptions à ces obligations de déclaration des franchissements de seuil et de dépôt d'offre publique.

## §2 : Les dispenses du droit français et américain

### A) Les dispenses de l'OPA obligatoire en droit français

Il existe quatre séries de dispenses possibles respectivement énoncées sous les articles 234-3, 234-4, 234-7, 234-8 et 234-9 du Règlement Général de l'AMF. Sous le terme générique de « dispenses » se trouvent rassemblées, à côtés des véritables dispenses, des cas de non-lieu à un dépôt d'offre publique obligatoire et des cas de dérogation.

Ces cas de dérogation et de non-lieu sont bénéfiques aux dirigeants des sociétés cotées qui auraient descellé auprès de leur actionnariat l'intention de prendre le contrôle de la société par une entrée en capital plus que douteuse. Ainsi une stratégie préalable à une potentielle OPA est de constituer une majorité par le biais d'acquisitions d'actions ou encore recueillir le bloc majoritaire et le placer dans une structure juridique intouchable telle qu'un holding non cotée. Plusieurs cas sont donc envisageables mais ils ont tous le même résultat, le déclenchement à partir d'une détention des actions représentant 30% des droits de vote ou de capital d'une société cotée (ou l'augmentation de la participation de plus de 2% en moins de 12 mois). L'OPA obligatoire sera donc bénéfique aux personnes (morales ou physiques) ayant la volonté de prendre le contrôle de la société car l'OPA obligatoire ouvre le jeu des offres et des surenchères. Les dirigeants des sociétés cibles ont tout intérêt à faire jouer ces cas de

---

<sup>158</sup> Ohl D., *op. cit.*, p. 253

<sup>159</sup> Ohl D., *op. cit.*, p. 253

dispenses.

i) Les hypothèses de non-lieu

Les hypothèses de non-lieu sont prévues à l'article 234-7 du Règlement Général de l'AMF. L'article 234-7 a soulevé plusieurs questions quant à son interprétation, il est nécessaire de s'arrêter sur sa lecture :

*1<sup>er</sup> al.- L'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes et qui viennent à déclarer agir de concert :*

*1° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, la majorité du capital ou droits de vote de la société à condition que ceux-ci demeurent prédominants ;*

*2° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà seul, ou de concert, entre le tiers et la moitié du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci conservent une participation plus élevée, et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils ne franchissent pas l'un des seuils visés aux articles 234-2 et 234-5.*

*2<sup>ème</sup> al.- Tant que l'équilibre des participations respectives au sein d'un concert n'est pas significativement modifié par référence à la situation constatée lors de la déclaration initiale, il n'y a pas lieu d'offre publique.*

Le premier alinéa implique le franchissement de seuil est dû au fait de la mise en concert. Il réunit deux notions différentes qui sont la notion de prédominance et celle des participations élevées (a). Quant au deuxième alinéa il est intéressant de se pencher sur la notion de participations respectives (b).

a) La notion de prédominance

La notion de prédominance de l'alinéa premier de l'article 234-7 du RG AMF implique que l'AMF vérifie l'existence préalable du contrôle par le prédominant au sein du concert. Ce cas de non-lieu au dépôt obligatoire d'une OPA dispense les membres du concert ayant franchi un seuil de contrôle de lancer une OPA, dans l'hypothèse où l'un ou plusieurs des concertistes contrôlaient préalablement la société et qu'ils continuent à la contrôler. L'absence de



changement de contrôle n'est néanmoins pas si évidente. L'opacité du concert peut en effet, dans un premier temps, amener à conclure à l'absence de changement de contrôle de la société cotée. Il faut ainsi admettre, que le franchissement d'un seuil de contrôle en exécution d'un pacte de mise en concert n'entraîne pas le changement de contrôle de la société, dès lors que l'ancien ou les anciens contrôleurs continuent à contrôler la société grâce à leur prédominance au sein du concert. La notion de prédominance utilisée n'est pas définie par l'AMF ni dans son RG ni dans ses décisions, il convient ainsi de la préciser.

Pour identifier le prédominant au sein du concert, le niveau de participation des parties au pacte est un critère insuffisant, il est nécessaire d'étudier les modalités de prise de décision vis-à-vis de la société émettrice<sup>160</sup>. L'AMF dans son interprétation de la prédominance a retenu un critère *qualitatif*. Si la prédominance serait analysée à travers un critère *quantitatif*, la prédominance serait liée au niveau de participation des parties au pacte. Cependant, l'AMF fait la distinction entre la notion de prédominance de celle de la participation élevée, puisque le cas de dispense de l'article 234-7, alinéa premier, 2°, se réfère à la notion de « participation plus élevée » et non à celle de prédominance. Par conséquent la notion de prédominance ne devrait pas être interprétée de manière quantitative.

De plus, les pactes de mise en concert ont pour objectif d'organiser les relations entre les concertistes, de manière indépendante à celles qu'ils entretiennent au sein de la société. En s'alliant, les concertistes renoncent à leur « individualité d'actionnaire et adhèrent à une nouvelle organisation »<sup>161</sup>. La prédominance s'analyse au sein du concert et doit pas conséquent être abordée de manière qualitative.

La notion de prédominance, en ce qu'elle doit être appréciée qualitativement doit être déduite des modalités de prise de décision vis-à-vis de la société. Les pactes mettant en œuvre les prises de décision permettent de déterminer une prédominance directe ou indirecte. Selon l'AMF, le prédominant au sein du concert serait la partie au pacte qui aurait une voix prépondérante quant à la détermination de la politique poursuivie par les membres du concert vis-à-vis de la société<sup>162</sup>. Cette supériorité, serait déduite des clauses du pacte de mise en concert, qui organisent les modalités de prise de décision dans la société émettrices. Ce serait donc une prédominance au sein du concert dans le choix de la politique poursuivie qui

---

<sup>160</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 321

<sup>161</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 321

<sup>162</sup> AMF, déc. N°206C0999, 24 mai 2006

s'exercerait directement (si le prédominant peut imposer ses choix quant à la gestion de la société émettrice par exemple s'il dispose davantage de droits de vote aux assemblées générales) comme indirectement (tel serait le cas avec l'existence d'une clause de concertation obligatoire entre les concertistes avant tout assemblées générales).

La détermination d'une prédominance au sein d'un concert relève de la compétence de l'AMF. Son interprétation peut tout de même être contrée par la cour d'appel de Paris, qui en cas de contestation de la décision de l'AMF, peut être à son tour compétente. Ainsi, la cour d'appel de Paris a eu l'occasion de se prononcer sur l'absence de contrôle et d'éclairer la notion de prédominance dans l'affaire *Hyparlo*<sup>163</sup>

*Les enseignements de l'affaire Hyparlo* : la cour d'appel de Paris, par un arrêt du 13 septembre 2005, a retenu, à que les stipulation d'un pacte, qui aboutissaient à l'octroi à l'un des concertistes d'un droit de veto pour toutes les décisions étaient incompatibles avec la prédominance de l'autre concertiste. Par cet arrêt la cour d'appel a anéanti la décision de l'AMF, par laquelle cette dernière avait conclu au maintien de la prédominance<sup>164</sup>

En l'espèce, une société holding était à la tête du groupe Hyparlo, un groupe de grande distribution. Les actionnaires de la holding se rangeait en deux catégories : d'une part la famille fondatrice Arlaud (par des sociétés interposées), d'autre part la société Carrefour qui détenait une participation minoritaire de 20% au capital. La famille Carrefour agissait de concert au sein de la holding en vertu d'un pacte d'actionnaires dont le contenu a évolué dans le temps. Le contrôle initialement exclusif de la famille Arlaud est devenu conjoint. En effet, le groupe Carrefour est devenu actionnaire à hauteur de 50% dans la holding. Malgré cette parité capitalistique, les parties déclarèrent que l'équilibre de l'action de concert n'était pas remis en cause à la suite de cette opération et que la prédominance de la famille Arlaud était intacte. Pour garantir cette prédominance, le pacte prévoyait que le conseil de surveillance de la société holding serait composée de manière paritaire, mais que sa direction serait assurée par les membres de la famille fondatrice (représentante de la société holding au sein de la société Hyparlo). Le pacte prévoyait également un clause octroyant le droit de vote double au groupe Carrefour, en cas de survenance de certaines évènements, tels que le fait que les dirigeants de la holding au nom de cette dernière au sein de la société Hyparlo sans l'avis

---

<sup>163</sup> CA Paris, 1<sup>ère</sup> ch. Sect. H, 13 sept. 2005, n°2005/04058

<sup>164</sup> AMF, déc., n°205C0262, 16 fév. 2005, Hyparlo

positif du conseil de surveillance<sup>165</sup>.

Du fait de cette opération, le concert composé de la famille Arlaud et du groupe Carrefour a franchi indirectement le seuil du tiers du capital et des droits de vote de la société Hyparlo. Sur saisine du groupe Carrefour quant au fait de savoir si la famille Arlaud était dans l'obligation de déposer une OPA obligatoire, l'AMF constata que dans la mesure où la famille fondatrice disposait déjà de ce contrôle, elle demeurait prédominante. Ainsi aucune obligation d'OPA ne pouvait être imposée à la famille Arlaud.

La cour d'appel de Paris rejeta cette interprétation de l'AMF et jugea que l'évolution du contenu du pacte d'actionnaires avait eu une conséquence sur la prédominance de la famille Arlaud. En effet, le non-respect de ce régime de codécision entraînait l'attribution automatique d'un droit de vote double à Carrefour pour une partie de ses actions et ainsi la prise de contrôle de la société holding et la famille Arlaud n'avait pas la faculté de s'en affranchir. Le régime de codécision mettait donc en place un contrôle conjoint de la holding.

La cour d'appel de Paris est allée « au-delà de l'apparence de prédominance de la famille Arlaud, et a conclu à la perte de cette prédominance »<sup>166</sup> puisque la famille n'était plus en mesure de prendre seule la politique du concert vis-à-vis de la société.

Par conséquent, les sociétés cotées, afin de bénéficier de la dispense d'OPA obligatoire lors du franchissement de seuil par l'exécution du pacte de mise en concert, devront que le contrôle de la société n'a pas changé et que le prédominant continue à contrôler la société à travers le concert et ceci à la lumière d'une interprétation qualitative de la prédominance. Cette dispense n'est pas pour autant protectionniste des sociétés cotées. En effet, l'AMF est le principal juge de la notion de prédominance, dans la mesure où c'est elle qui statue sur les cas de dispense au dépôt obligatoire d'une OPA. Mais, les décisions de l'AMF étant susceptibles de recours devant la cour d'appel de Paris, cette dernière peut également apprécier la notion de prédominance. Ce risque de conflit renforce l'insécurité juridique à laquelle sont confrontées les parties, comme fut le cas dans l'affaire *Hyparlo*. Il serait ainsi souhaitable que l'AMF précise le sens de la notion de prédominance mais ce qui est peu probable car « la notion perdrait de sa flexibilité, ce qui aurait pour effet de diminuer la liberté d'appréciation

---

<sup>165</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 326

<sup>166</sup> Dexant De Bailliencourt O. , *op. cit.* p. 327

de l'AMF »<sup>167</sup>.

#### b) L'équilibre des participations respectives :

Selon le deuxième alinéa de l'article 234-7, les franchissements de seuils liés à des reclassements des titres intervenus dans un concert existant ne donnent pas lieu à offre publique tant que l'équilibre des participations respectives au sein du concert n'est pas significativement modifié par référence à la situation initialement constatée. On peut citer comme exemple le changement de l'actionnaire majoritaire au sein du concert peut porter atteinte à cet équilibre. N'a pas un tel effet, selon l'AMF, le renforcement en droits de vote au moyen de l'attribution d'un droit de vote double de l'un des participants qui détenait déjà un rôle prépondérant au sein du concert<sup>168</sup>. La condition d'équilibre des participations s'appréciant au sein du concert et non de la société.

#### ii) Les cas de dérogation

A côté des cas de non-lieu, le RG AMF prévoit des cas de dérogation énumérés à l'article 234-9. L'article contient 9 cas de dérogation que l'AMF peut accorder en cas d'un franchissement de seuil de plus d'un tiers du capital ou des droits de vote d'une société. Les cas de dérogations ne sont pas automatiques, l'AMF pouvant ainsi apprécier au vu des caractéristiques de l'espèce s'il y a lieu de ne pas accorder la dérogation. Les alinéas 6 et 7 dudit article se fondent sur la permanence de contrôle pour justifier la dérogation à une OPA obligatoire.

#### a) La dérogation fondée sur l'existence d'un contrôle majoritaire préalable

L'alinéa 6 dispose que la « *Détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert* » peut aboutir à une dispense d'une offre publique obligatoire. Cette dérogation concerne les actionnaires qui détiennent, individuellement ou de concert, antérieurement au franchissement de seuil générateur de l'obligation d'OPA, la majorité des droits de vote de la société cotée. Cette dérogation vise les actionnaires qui ont un pouvoir politique important au sein de l'assemblée générale des actionnaires de la société et qui décident de l'orientation de la société. C'est une dispense qui

---

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

<sup>168</sup> AMF, avis SBF Bolloré Technologies, n°94-2098

s'avère être une défense anti-OPA pour les sociétés cotées en vue d'une montée inquiétante d'un actionnaire/raider dans leur capital ou droits de vote. Elle peut être bénéfique à une société familiale qui organise son pouvoir décisionnel sur l'orientation de la société autour de son actionnariat familial qui détient ainsi la majorité des droits de vote. Agissant de concert la famille pourra mettre en place une stratégie anti-OPA en augmentant sa participation dans la capital, ou dans les droits de vote afin de contrer toute décision du raider lors des assemblées des actionnaires, sans pour autant déclencher l'obligation de l'article 433-3, IV du CMF.

C'est le cas rencontré pour la société Linedata Services<sup>169</sup> qui était contrôlée par des actionnaires agissant de concert détenant 38,04 % du capital et 52,55 % des droits de vote. L'un des actionnaires du concert projetait d'acquérir, à titre individuel, 450 000 actions de la société.

Cependant, Cette acquisition avait pour conséquence immédiate d'accroître la participation globale du concert à 41,08% du capital et 55,21 % des droits de vote de Linedata Services .De fait, le concert augmentait sa participation en capital, comprise entre le tiers et la moitié, de plus de 2% en moins de 12 mois consécutifs, seuil générateur de l'obligation de déposer un projet d'offre publique.

L'AMF a accordé la dérogation demandée, car le demandeur détenait déjà, de concert, préalablement à l'acquisition susvisée, la majorité des droits de vote de Linedata Services (52,55 % des droits de vote).

Toutefois, pour l'octroi d'une dérogation sur ce fondement précis, l'AMF apporte une attention toute particulière à ce que le franchissement du seuil ou les acquisitions antérieures ne traduisent pas une rupture significative de l'équilibre initial du concert, ou une violation des déclarations d'intention exprimées lors de l'introduction en bourse.

L'autorité boursière a, par exemple, considéré en février 2009 que le concert existant préalablement à l'introduction en bourse en octobre 1996<sup>34</sup> de la société LVL Médical Groupe entre le groupe familial Lavorel (qui en particulier avait accru début 2009 sa participation en capital dans cette société de plus de 2 % en moins de 12 mois, alors qu'il détenait une participation comprise entre le tiers et la moitié du capital) et le groupe familial

---

<sup>169</sup> AMF, déc. n°208C0048 du 8 janvier 2008

Haby « détient préalablement aux opérations réalisées ou prévues, la majorité des droits de vote de la société LVL MEDICAL GROUPE et que l'équilibre dudit concert n'a pas été et ne sera pas modifié compte tenu des opérations précitées, l'Autorité des marchés financiers a octroyé la dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre sur le fondement des articles 234-8, 234-9 6° et 234-10 du règlement général »<sup>170</sup>

b) La dérogation fondée sur une opération de reclassement entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe :

L'alinéa 7 de l'article 234-9 du RG AMF prévoit une dérogation à l'offre publique d'achat obligatoire lorsque le franchissement de seuil déclencheur de l'obligation est dû à une opération de reclassement entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe. L'affaire *Hermès* est venue préciser le contenu de cette dispense.

*L'affaire Hermès* –Ce « feuilleton » financier commence le 23 octobre 2010 lorsque la société LVMH annonce avoir pris une participation de 14,2% dans le capital d'Hermès, société familiale. LVMH déclara le lendemain que sa participation s'élevait désormais à 17,1% du capital.

Les chances que LVMH puisse prendre contrôle de Hermès paraissaient faibles du fait que cette dernière est une société en commandite par actions dont les statuts prévoient la nomination du ou des gérants comme compétence exclusive de Emile Hermès SARL, unique associé commandité qui arrête toutes les décisions politiques essentielles. De plus, les descendants du fondateur de la marque représentent la majorité au capital d'Hermès et sont les seuls à pouvoir être associés d'Emile Hermès SARL.

Bien qu'équipés d'un bouclier efficace, la famille Hermès ont souhaité renforcer la protection de la société. Ainsi, par convention du 3 décembre 2010 un transfert fut effectué par certains des actionnaires familiaux à une société holding, dénommée H51, de plus de 50% de leur participation dans Hermès. L'apport vient ainsi parer aux ambitions supposées de LVMH. Cette dernière ne pourra plus ramasser les titres et détenir la majorité du capital en s'adressant directement aux actionnaires membres de la famille fondatrice, la majorité des titres étant

---

<sup>170</sup> AMF, déc. n° 208C0715 du 16 avril 2008.

désormais détenus par la holding.

Cependant, du fait de l'apport des titres de l'actionnariat familial à la holding, celui-ci franchissait le seuil de plus de 30% du capital et des droits de vote, lui imposant, en application de l'article L.433-3 du CMF, de déposer un projet d'offre publique. Face à un géant du luxe tel que LVMH disposant d'important moyens financiers, la famille Hermès ne pouvait se permettre de déposer une offre publique. Elle demanda et obtiendra de l'AMF<sup>171</sup> une dérogation à l'obligation de déposer une OPA sur le fondement de l'article 234-9 7°.

Cette dérogation déclencha l'ire des actionnaires minoritaires qui se considéraient doublement lésés. En effet, le verrouillage du capital d'Hermès réduisait considérablement le caractère spéculatif du titre<sup>172</sup> et la dispense leur empêchait de bénéficier du jeu de l'offre et des surenchères.

Insatisfaite de l'arrêt de la cour d'appel qui confirma la décision de l'AMF<sup>173</sup>, l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM) se pourvu en cassation. Pour les demandeurs au pourvoi, la dérogation ne pouvait être octroyée pour plusieurs raisons. Premièrement, parce que l'existence d'un groupe familial n'était pas établie, à aucun moment les documents émanant d'Hermès ne mentionnaient l'existence d'un groupe familial. En suite, ils avancèrent qu'en supposant que le groupe familial existe, il ne contrôlait pas Hermès préalablement à la constitution de la holding H51. En effet, le contrôle ne peut s'exercer collectivement que si les membres de la famille fondatrice prenaient ensemble les décisions en assemblées générales : elle devait agir de concert. Or, pour les demandeurs au pourvoi, la famille Hermès n'a jamais agi de concert. Ainsi, les conditions de l'article 234-9 7° du RG AMF n'étaient pas remplies et l'offre publique devenait donc obligatoire.

La Cour de cassation rejeta le pourvoi formé car pour cette dernière<sup>174</sup>, la famille Hermès constituait bien un groupe agissant de concert pour contrôler la société familiale, et ce contrôlant préexistait à la constitution de la holding en octobre 2010. A ce titre, nombreuses enseignements peuvent être tirés de cette affaire.

---

<sup>171</sup> AMF, déc.n°211C2288, 21 décembre 2011, Hermès International

<sup>172</sup> « *Groupe, concert et contrôle : les enseignements de l'arrêt Hermès* », Bulletin Joly Bourse, 28 février 2014, n°2, p. 108

<sup>173</sup> CA Paris, 15 septembre 2011

<sup>174</sup> Cass. Com. 28 mai 2013, n°11-26423

*Les enseignements de l'arrêt Hermès*- Premièrement, la Cour de cassation se prononce sur l'existence d'un groupe familial qui est l'une des conditions de l'article précité donnant dérogation une OPA obligatoire. En effet, l'article prévoit que le reclassement entraînant un franchissement du seuil de 30% ne peut bénéficier d'une dérogation que si ce reclassement intervient au sein d'un groupe.

La haute juridiction est venue préciser la notion de groupe en confirmant que le groupe familial pouvait être constitué de personnes physiques<sup>175</sup>. Plus précisément, un grand nombre de personnes n'est pas un obstacle à cette qualification<sup>176</sup>. La Cour n'a cependant pas qualifié avec plus de précision les éléments permettant d'affirmer qu'au cas particulier, ce groupe familial existait mais s'est limitée à un catalogue d'éléments<sup>177</sup>. Ainsi selon la Cour de cassation, l'existence d'un groupe familial était établie car :

-Les demandeurs sont tous membres de la famille Hermès ;

-La qualité d'associé d'Emile Hermès SARL (l'associé commandité) est réservée exclusivement aux descendants du fondateur Emile Hermès ;

-Les demandeurs sont tous associés d'Emile Hermès SARL ;

-Les demandeurs ont tous accepté de déposer leur actions dans les caisses de la SARL ;

- Le conseil de surveillance d'Hermès est composé majoritairement de la famille Hermès ;

- La présence de la famille fondatrice est importante au sein des organes sociaux et ce malgré l'évolution des générations ;<sup>178</sup>

L'existence d'un groupe familial peut ainsi revêtir les relations entre parents et enfants ou entre frères et sœurs (se sont les exemples plus fréquents de groupe familial) mais des relations proches qui ne se fondent pas sur l'existence de liens de sang. La Cour de cassation sous-entend que ce qui caractérise le groupe familial est le fait d'agir de concert<sup>179</sup> a de ce fait démontrer l'existence du concert entre les membres de la famille Hermès.

---

<sup>175</sup> Benoit G. « *La nouvelle holding d'Hermès sécurise le contrôle familial* », Option finance, 17 octobre 2011, p.39

<sup>176</sup> v. note n°120

<sup>177</sup> *Ibid.*

<sup>178</sup> v. note n°123

<sup>179</sup> v. note n°120



Deuxièmement, la Cour affirme que la famille Hermès agissait de concert. Les membres exerçaient leurs droits de vote pour mettre en œuvre la politique commune vis-à-vis de la société. Une telle affirmation n'allait pas de soi pour les demandeurs au pourvoi, ils soutenaient que les actionnaires familiaux n'avaient jamais déclaré d'agir de concert vis-à-vis d'Hermès. Selon ces derniers, le fait que les membres de famille leur qualité d'associé dans la SARL associé commandité et leurs votes convergents en assemblée générale n'étaient qu'un parallélisme de comportement et donc non constitutif d'une action de concert<sup>180</sup>.

Pour rejeter cet argument, la Cour déduit l'existence d'une action sans pour autant préciser en quoi l'action de concert est concrétisée<sup>181</sup>. Elle utilise des éléments similaires à ceux utilisés pour constater l'existence d'un groupe familial. En plus de ces éléments similaires, la Cour indique que les actionnaires familiaux de la SARL Emile Hermès désignent le gérant ainsi qu'un conseil de gérance. Ce conseil gérance prenant toutes les décisions du ressort de la SARL et donc toutes les décisions relatives à la gestion, à la nomination et révocation des gérants de la société Hermès ainsi qu'à l'approbation des associés commanditaires. Les actionnaires demandeurs exercent ensemble les pouvoirs dévolus à Emile Hermès SARL en sa qualité d'associé commandité et votent de manière convergente lors des assemblées générales des actionnaires d'Hermès. En vue de ces éléments la famille agissait donc de concert.<sup>182</sup> La jurisprudence *Sacyr Eiffage* et *Gecina* précitées avaient déjà reconnu que la qualification d'une action de concert n'était pas conditionnée à l'existence d'un caractère contraignant de l'action. Il suffit, que la démarche collective organisée tend à la poursuite d'une finalité commune pour qu'elle soit qualifiée d'action de concert.

Dans cette affaire, c'est le comportement du groupe familial, qui par accord unit de gérer la politique commune vis-à-vis de la société, révèle l'existence d'un concert. « Le groupe familial n'est donc qu'une modalité particulière du concert et non une entité *sui generis* dont la seule existence, fondée sur les liens du sang ou du mariage, suffirait à caractériser le groupe »<sup>183</sup> susceptible de bénéficier de la dérogation de l'article 234-9 7° du RG AMF.

Enfin, la Cour de cassation confirme la dérogation demandée par la famille Hermès car l'opération n'a entraîné pas de changement de contrôle. Contrairement à ce qu'a jugé la Cour,

---

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

<sup>181</sup> Daigre J.-J., note sous Cass. Com. 28 mai 2013

<sup>182</sup> v. note n°120

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

les demandeurs au pourvoi l'apport à la holding H51 ne pouvait être qualifié de reclassement. Selon ces derniers, le reclassement devait être « neutre...sans incidence sur le contrôle de la société concernée »<sup>184</sup>, or selon les demandeurs le groupe familial ne possédait pas le contrôle avant cette opération l'obligeant à déposer une offre publique d'achat.

Pour autant, la plus Haute juridiction a jugé en faveur de l'actionnariat familial. En se fondant sur la qualité impérative des associés d'Emile Hermès SARL et les pouvoirs dévolus à cet associé commandité, elle confirme que le contrôle préexistant de la famille lui restait dévolu après l'opération de reclassement.

En vue de l'arrêt Hermès on pourrait penser que l'interprétation de la Cour de cassation est en faveur des groupes familiaux contrôlant des sociétés cotées. Cependant, peut-on réellement parler d'un avantage ? Auparavant, ces groupes familiaux pouvaient se fonder sur la notion de groupe familial, à l'occasion d'un reclassement, pour obtenir une dérogation à l'OPA obligatoire. Il suffisait de démontrer l'existence d'un « contrôle familial »<sup>185</sup>.

Désormais, les familles doivent démontrer qu'elles agissaient de concert. Ainsi, tout comportement collectif vis-à-vis des sociétés qu'elles contrôlent sera considéré comme une action de concert (même en l'absence d'un accord formel). Les groupes familiaux seront soumis alors à des obligations déclaratives dès que la mise en œuvre de leur politique commune franchira les seuils de contrôle (et que ce franchissement ait entraîné un changement de contrôle).

Les dirigeants devront de ce fait être vigilants lors de la mise en œuvre d'une stratégie de reclassement en vue de se défendre d'une prise de contrôle rampante.

#### B) Les dispenses du Exchange Act

Il existe plusieurs dispenses à l'obligation de déclaration du franchissement de seuil de 5% prévue par l'Exchange Act.

Tout d'abord, l'article 6 de la Section 13(d) prévoit une exemption de l'obligation déclarative lorsque les acquisitions sont celles des titres d'une société émettrice faite par un actionnaire en

---

<sup>184</sup> *Ibid.*

<sup>185</sup> Torck S. « *Offre publique obligatoire, action de concert et contrôle conjoint : chronique d'une pièce inachevée* », in Mélanges de Philippe Merle, Dalloz, 2013, p.725

moins de 12 mois, agissant seul ou de concert, ne franchissent pas le seuil de 2% de la catégorie d'actions visée. Dans ce cas, l'actionnaire est dispensée de procéder à la déclaration de l'annexe 13D.

La deuxième dispense prévue par la SEC est celle de la Section 13(d)-1 qui prévoit une déclaration abrégée sous forme de l'annexe 13G. Elle prévoit une déclaration lors du franchissement de seuil de 5% mais qui plus avantageuse car elle demande des informations générales sur l'opération d'acquisition. De plus, alors que la Section 13(d) exige d'informer la SEC de tout changement quant intentions de ou des actionnaires déclarants, l'annexe 13G ne qu'une mise-à-jour périodique de la déclaration.

La première exemption est disponible à certaines catégories d'investisseurs institutionnels, y compris les courtiers, les sociétés de placement et les conseillers en placement. La deuxième exemptions est disponible pour tout autre type d'investisseur, à condition que cet investisseur ne soit pas directement ou indirectement le propriétaire effectif de plus de 20% d'une catégorie d'actions.

La première exemption n'est applicable que lorsque « l'investisseur a acquis ces titres dans le cours normal de son entreprise et non dans le but, ni avec l'effet de modifier ou d'influencer le contrôle de la société émettrice, ni dans le cadre ou en tant que participant à une opération ayant un tel objet ou effet »<sup>186</sup>. Quant à la seconde exemption, son application n'est conditionnée que par la deuxième condition précitée<sup>187</sup>. Ainsi, contrairement au droit français qui fonde ses dispenses sur l'absence de changement quant au contrôle des concertistes ou sur l'absence de changement de prédominance au sein du concert à la suite de l'opération, le droit américain se fonde l'intention du ou des actionnaires.

La question se pose de savoir si l'actionnaire détient les titres de la société émettrice aux fins de modifier ou d'influencer le contrôle de la société ou aux fins d'investissement ?

Le meilleur exemple d'une intention de prise de contrôle , est quand un investisseur entend obtenir le contrôle absolu sur une entreprise ou d'aider les autres à le faire, par la planification d'une offre d'achat de la société émettrice ou par la tentative de prendre le contrôle de

---

<sup>186</sup> Article 13(d)-1(b) « *has acquired such securities in the ordinary course of his business" and "not with the purpose nor with the effect of changing or influencing the control of the issuer, nor in connection with or as a participant in any transaction having such purpose or effect.* »

<sup>187</sup> Article 13(d)-1(c)

l'assemblée générale des actionnaires. Cependant, d'autres activités apparemment plus « bénignes », y compris « l'activisme actionnarial » pratiqué par de nombreux grands investisseurs aujourd'hui, peuvent également être considérées, en fonction des faits et des circonstances particulières, comme preuve de l'intention de changer ou d'influencer le contrôle d'une société.

Un des premiers arrêts à illustrer le type d'analyse factuelle appliquée pour déterminer si une intention de contrôle existe, c'est l'arrêt *Lines de Transcon v. AG Becker Inc.*<sup>188</sup>. Dans cet affaire, la Cour a retracé l'historique de plusieurs années de réunions, appels téléphoniques et des mémos relatifs à l'achat et la détention par un groupe d'investisseurs d'une participation dans Transcon afin de déterminer si ces investisseurs avaient fait des déclarations trompeuses dans l'annexe 13D prétendant ne pas avoir l'intention de modifier ou d'influencer le contrôle de la société. Comme preuve de cette intention, la partie demanderesse avait rapportée la preuve de discussions entre les défendeurs et autres actionnaires à propos de leur influence, en tant que « gros investisseurs », sur les directeurs de la société.

Dans l'arrêt *Transcon*, la Cour a démontré l'existence d'une intention de contrôler la société en se basant sur l'analyse des faits. Elle constate que les défendeurs étaient des investisseurs minoritaires n'ayant pas d'antécédents de prise de contrôle de sociétés après un investissement minoritaire initial. Leurs plans consistaient simplement à « faire des suggestions et de tenter d'influencer la gestion à adopter des politiques qui permettraient d'améliorer la performance de Transcon »<sup>189</sup>. Ce comportement était suffisant pour constater une volonté de modifier ou de d'influencer le contrôle de la société.

Le comportement des investisseurs minoritaires, même sans intention d'acquérir une participation majoritaire dans une entreprise, peut être interprété comme une volonté de prendre le contrôle de la société émettrice. Dans l'arrêt *Egghead.com v. Brookhaven*, la cour de district a noté que même l'intention d'acquérir la représentation des minorités sur un conseil d'administration pouvait constituer une intention de contrôler l'émetteur dans certaines circonstances<sup>190</sup>.

Ainsi l'exemption des articles 13(d)-1(b) et 13(d)-1(c) sont avantageux pour les sociétés

---

<sup>188</sup> 470 F. Supp 356 (S.D.N.Y.1979)

<sup>189</sup> v. note n°136

<sup>190</sup> 194 F.Supp. 2d 232 (S.D.N.Y 2002)

cotées qui auraient franchi les seuils de contrôle, dans le cadre d'une défense contre la montée inquiétante d'un ou des actionnaires, car l'annexe 13G est une version abrégée de l'annexe 13D. La version abrégée de l'annexe 13G n'exige pas la divulgation de leur intention précises quant au futur de la société et de ce fait leur stratégie de défense quant à la société ne sera pas dévoilée au raider.

Une fois la mise en place des défenses préventives, les sociétés cotées, face à la menace d'une prise de contrôle imminente, devront mettre en œuvre des défenses réactives lors du lancement de l'OPA hostile.

## PARTIE 2 : LES DEFENSES REACTIVES :

Les défenses réactives sont innombrables. Cependant, les défenses réactives les plus intéressantes du point de vue comparatiste sont celles axées sur la manipulation du capital ou des actifs sociaux (Chapitre 1) et celles qui impliquent la recherche d'alliés.

### CHAPITRE 1 : LES DEFENSES AXEES SUR LA MANIPULATION DU CAPITAL ET DES ACTIFS SOCIAUX DE LA SOCIETE-CIBLE

On peut réunir sous la manipulation du capital et des actifs sociaux les plans de rachats (Section 1) et la défense qui consiste à la vente des actifs convoités de la société-cible (Section 2)

#### Section 1 : Les plans de rachat

Très vite confirmés en tant que stratégie de défense efficace, les plans de rachats n'ont été mise en œuvre que tardivement en France. Malgré leur efficacité prouvée, ces plans de rachat connaissent des limites importantes.

Face à la menace d'une prise de contrôle rampante, la société cible peut prévoir le rachat de ses propres actions afin de contrer l'offre faite par l'initiateur de l'OPA. Il existe deux possibilités pour une société cotée de racheter ses propres titres. Soit elle lance une offre publique de rachat d'actions (OPRA), soit elle crée un programme de rachat d'actions. L'OPRA est très limitée dans le temps et le prix est fixe. La société lance donc 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>191</sup>. Dans le cadre d'un programme de rachats d'actions, le calendrier peut varier selon les législations<sup>192</sup>, et la société peut racheter ses titres au sein d'une fourchette de cours. La genèse de cette défense s'est produite à différentes périodes aux Etats-Unis et en France (§1), et son efficacité face à une prise de contrôle hostile s'avère discutable aussi bien au regard du droit américain qu'à celui du droit français (§2).

### §1 : Genèse et mise en œuvre de la défense

Jusqu'en 1998, la loi du 24 juillet 1966 avait posé le principe d'interdiction du rachat ; le législateur français n'admettait le rachat d'actions qu'à des fins précises. Ce n'est qu'en 1998, par la loi du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, que le droit français a légalisé le rachat d'actions déjà couramment utilisé aux Etats-Unis<sup>193</sup>. L'article L. 225-209 du Code de commerce accueille l'essentiel du dispositif. Mais les programmes de rachat d'actions, chaque fois qu'ils sont l'œuvre de sociétés cotées, sont régis en sus par le droit boursier qui se révèle « *si suspicieux qu'il bride en pratique considérablement les utilités de la technique* »<sup>194</sup>.

Ce sont des rachats qui sont suivis (ou non) de l'annulation des titres rachetés et qui n'entraînent donc aucune réduction de capital. Ils pourront ultérieurement être suivis d'une annulation de tout ou partie des actions rachetées et de la réduction corrélative du capital. Cette défense, à l'inverse des rachats aux fins de réduction du capital, ne concerne pas des remboursements d'apports mais des cessions. L'attrait principal de la procédure du programme de rachat d'actions est de permettre au conseil d'administration ou au directoire d'une société cotée, sur autorisation de son assemblée générale ordinaire (d'une durée maximale de 18 mois), d'acheter jusqu'à 10 % de ses propres actions, et ce, sans modalités ni finalités imposées autres que celles contenues dans l'autorisation<sup>195</sup>.

---

<sup>191</sup> Bradley & Rosenzweig, « *The laws of Economics of Defensive Stock Repurchases and Defensive Self-Tender Offers* », 99 Harvard Law Review 1378 (1986)

<sup>192</sup> Il peut aller jusqu'à 18 mois selon le droit français.

<sup>193</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1660, JurisClasseur, « Rachats d'actions ou de parts sociales - Programmes de rachat d'actions », date de la dernière mise à jour : 4/04/12, p. 3.

<sup>194</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1660, *op. cit.*

<sup>195</sup> Article L. 225-209 du Code de commerce.

Cette innovation de la loi de 1998 a connu très rapidement un « succès indéniable, tant du point de vue quantitatif que qualitatif »<sup>196</sup>. En effet, l'intérêt de cette défense face à une offre publique d'achat hostile est qu'elle donne à la société cible le pouvoir de négociation contre l'initiateur. En toute logique, les actionnaires auront le choix entre deux propositions d'achat : l'une sera proposée par l'initiateur et l'autre, avec un prix supérieur, par la société elle-même. Ceci va inciter l'offreur à augmenter son prix afin d'avoir une chance de concrétiser son projet d'offre publique ; il devra donc déboursier plus d'argent dans la prise de contrôle. Cette défense peut devenir alors dissuasive car elle peut s'avérer onéreuse pour l'initiateur.

Ces avantages du programme de rachat d'actions ont poussé les entreprises françaises craignant une potentielle acquisition hostile à instaurer ces programmes de protection. Ce fut le cas pour la société Foncière Paris France (FPF). Dans cette affaire, l'offre publique d'achat hostile avait été initiée par la société Paris Hôtels Roissy Vaugirard (PHRV), visant les titres de FPF. L'initiateur s'était déclaré de concert avec la société Cofitem-Cofimur le 4 avril 2011<sup>197</sup> (cette dernière détenant 31,1% du capital de PHRV). Pour éviter toute mesure portant atteinte à la participation des concertistes, PHRV a déposé, en octobre 2011, un projet d'OPA, qui fut ensuite modifié dans le cadre d'une surenchère sur les titres de capital ainsi que ceux non détenus par eux<sup>198</sup>. Le projet d'offre a été refusé par le conseil d'administration le 11 octobre. Celui-ci a soumis le mois suivant, lors de la convocation de l'assemblée générale mixte, un projet d'offre publique de rachat d'actions (OPRA) portant sur 25% du capital au prix de 117 euros par action à l'issue de la période d'offre.

En réponse, PHRV a relevé le prix d'offre de 100 à 110 euros par action (offre qui fut à nouveau rejetée par le conseil d'administration de FPF au motif que le prix de surenchère ne reflétait pas la valeur que les actionnaires pouvaient légitimement attendre)<sup>199</sup>. PHRV détenait individuellement 11,02% et de concert 29,54%<sup>200</sup> du capital et des droits de vote de la société cible, ce qui était en deçà du seuil de déclenchement d'une OPA obligatoire. Ainsi, plusieurs défenses anti-OPA furent envisagées par FPF. Parmi celles-ci figuraient le projet d'OPRA

---

<sup>196</sup> Rachat par les sociétés de leurs propres actions, bilan et propositions : Bull. COB févr. 2000, p. 57.

<sup>197</sup> Leur projet de consolidation s'est dessiné après l'abandon du projet de rapprochement de FPF avec la société Foncière des Régions : celui-ci avait dû être abandonné le 5 septembre 2011 en raison de la baisse brutale des cours de bourse intervenue au cours du mois d'août 2011.

<sup>198</sup> Berdou A., « 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.

<sup>199</sup> *Ibid.*

<sup>200</sup> *Ibid.*

précité et un programme de rachat d'actions au prix maximum de 117 euros par action. Un projet d'OPRA vise généralement à offrir une opportunité de liquidité pour les actionnaires qui le souhaitent et à obtenir un effet relatif net par action<sup>201</sup>. En l'espèce, le projet d'OPRA avait pour objet de relever le prix de surenchère de l'initiateur (ce qui représentait une prime de 17% par rapport au prix initialement offert par PHRV)<sup>202</sup>. L'OPRA est cependant conditionnée à l'insuccès de l'OPA. L'article 231-40 I du règlement de l'AMF interdit à la société cible et « aux personnes agissant de concert avec elle d'intervenir sur les titres de capital ou donnant accès au capital de la société en période d'offre ou pré-offre »<sup>203</sup>. Eu égard au prix de rachat et à l'effet relatif produit, ces bénéficiaires sont cependant conditionnés à l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire, à la majorité des deux tiers. Or, quand l'initiateur d'une OPA hostile détient de concert 29,56% du capital et des droits de vote de la société cible, « cela peut s'avérer compliqué »<sup>204</sup>.

De plus, dans la mesure où l'article L. 225-209 ne se réfère plus aux articles L. 225-204 et L. 225-205 du Code de commerce (procédure de réduction du capital non motivée par des pertes), la mise en oeuvre d'un programme de rachat d'actions n'oblige pas à respecter une procédure égalitaire de rachat, du type de l'OPRA<sup>205</sup>. En effet, c'est l'article L. 225-204 précité qui, en son alinéa 1<sup>er</sup> *in fine*, dispose que la réduction de capital ne peut en aucun cas « porter atteinte à l'égalité des actionnaires ». En application de ce principe, les articles R. 225-153 à R. 225-155 du Code de commerce prévoient l'obligation, pour la société, de proposer à l'ensemble des actionnaires le rachat de leurs actions<sup>206</sup>.

Enfin, l'aspect fiscal est également à considérer. L'OPRA n'est guère intéressante pour les actionnaires, dans la mesure où elle revêt la nature juridique d'un remboursement et non d'une cession de titres. Le gain réalisé par le propriétaire des titres rachetés constitue donc un revenu mobilier imposable au barème progressif de l'impôt sur le revenu. En l'état actuel de la

---

<sup>201</sup> *Ibid.*

<sup>202</sup> *Ibid.*

<sup>203</sup> Article 231-40 I du Règlement Général de l'AMF : « - Pendant la période d'offre, la société visée, lorsqu'elle fait application des dispositions prévues à l'article L. 233-33 I ou II du Code de commerce et que ces dispositions ne sont pas écartées en application de l'article L. 233-33 III du même code, et les personnes agissant de concert avec elle, ne peuvent intervenir sur les titres de capital ou donnant accès au capital de la société ou sur les instruments financiers liés à ces titres. »

<sup>204</sup> Berdou A., *op. cit.*

<sup>205</sup> R. 225-153 et suivants du Code de commerce instaurant une procédure égalitaire visant tous les actionnaires.

<sup>206</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1660, *op. cit.*, p. 30.



législation, en application des dispositions des articles 112-1° et 150-OA-II-6° du CGI, les sommes attribuées aux actionnaires à l'occasion d'une réduction de capital par rachat d'actions, réalisée dans le cadre de l'article L. 225-207 du Code de commerce, sont susceptibles d'être taxées comme une distribution de revenus mobiliers et comme des plus-values de cession de valeurs mobilières<sup>207</sup>.

Ainsi, la poursuite d'un programme de rachat d'actions peut représenter une alternative puisqu'elle est simplement conditionnée par l'obtention de la majorité simple des actionnaires<sup>208</sup>. L'article L. 225-209 du Code de commerce permet au conseil d'administration ou au directoire le rachat en vertu d'un programme seulement sur autorisation de « l'assemblée générale ». Le texte ne précise pas la nature de l'assemblée générale en question. Cependant, il ne fait aucun doute qu'il s'agit de l'assemblée générale ordinaire, à l'exclusion de l'assemblée générale extraordinaire. En effet, le programme de rachat n'implique pas en lui-même une modification statutaire car la décision de procéder au rachat n'entraîne pas automatiquement une réduction de capital. Et, de plus, il s'agit de l'une des compétences expressément attribuées de l'assemblée générale (dans ce cas ordinaire) qui n'a pas été modifiée par la loi « Florange »<sup>209</sup>. Les actionnaires restent donc compétents. Sauf que, désormais, en raison du maintien des délégations accordées aux organes de direction, il ne sera plus nécessaire de convoquer une assemblée générale pour mettre en œuvre cette mesure en période d'offre, si une délégation a été accordée<sup>210</sup>.

Aux Etats-Unis, ces rachats constituent une tactique défensive depuis longtemps acceptée. En effet, dès 1985, ces pratiques avaient été validées par le juge américain<sup>211</sup>. Le droit américain des sociétés prévoit principalement deux types de rachats d'actions : les *self-tender offer*<sup>212</sup> et les *open-market repurchase programs*.

---

<sup>207</sup> Maurice Cozian, « Précis de fiscalité des entreprises », Litec fiscal, Lexis Nexis, septembre 2013.

<sup>208</sup> Article L. 225-209 du Code de commerce, alinéa 1 *in fine* : « ...L'assemblée générale définit les finalités et les modalités de l'opération, ainsi que son plafond. Cette autorisation ne peut être donnée pour une durée supérieure à dix-huit mois. Le comité d'entreprise est informé de la résolution adoptée par l'assemblée générale. »

<sup>209</sup> Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

<sup>210</sup> Les effets de la loi Florange sur les compétences et obligations des dirigeants seront traités dans la deuxième partie de ce mémoire.

<sup>211</sup> Notamment par l'arrêt fondateur *Unocal Corp. v. Mesa petroleum Co.* 493 A. 2d 246 (Del. Supr. 1985).

<sup>212</sup> L'équivalent d'une OPRA, soit à prix fixe, soit à travers une « *Dutch auction* ».

Une OPRA sera soumise aux exigences de la *Securities Exchange Act* de 1934 (« Exchange Act »), et peut être complétée en 20 jours ouvrables. Cette méthode fournit à l'entreprise un mécanisme efficace pour effectuer un rachat important d'actions détenues par ses actionnaires et dans un court laps de temps (généralement un mois)<sup>213</sup>. Cependant, l'avantage de la synchronisation engendrée par le processus d'une OPRA peut être compensé par certaines considérations stratégiques. Tout d'abord, la nécessité d'établir un prix fixe pour le rachat, dans le cas d'une offre publique de rachat traditionnelle (ou une fourchette de prix, si la méthode alternative « Dutch auction » est utilisée), exige que l'entreprise établisse un prix ou une fourchette de prix pour ses actions à un moment où cet acte serait désavantageux dans la négociation avec un initiateur hostile<sup>214</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>215</sup>.

De plus, malgré la légitimité reconnue à ce genre de méthodes dans l'arrêt *Unlocal*<sup>216</sup>, comme en droit français, l'égalité des actionnaires est un principe impossible à contourner<sup>217</sup>. Dans cette affaire, *Unlocal* a joué « la guerre totale »<sup>218</sup> pour repousser l'assaut de *Pickens*<sup>219</sup>.

Dans l'arrêt *Unlocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, la Cour Suprême du Delaware devait juger la validité d'une « auto-OPA » lancée par *Unlocal* à destination de tous les actionnaires sauf un, *Mesa*, dans la mesure où ce dernier venait de lancer une OPA hostile sur *Unlocal*. L'idée était que « l'on ne pouvait admettre qu'un agresseur puisse bénéficier des effets d'une défense dont il était lui-même à l'origine »<sup>220</sup>. Cependant, l'exclusion de *Mesa* constituait une violation du principe de l'égalité de traitement des actionnaires d'une même catégorie d'actions<sup>221</sup>. La Cour Suprême du Delaware a tout de même conclu que l'offre discriminatoire attaquée était valide. Selon la Cour, « la direction peut uniquement prendre des mesures favorisant les actionnaires autres que l'offrant dans des circonstances très particulières : si le conseil d'administration est désintéressé et a agi de bonne foi et avec prudence, sa décision,

---

<sup>213</sup> Johnson, C., McLaughlin, J., *Corporate Finance and the Securities Laws*, Fourthed. Aspen Publishers, NY, New York, 2010 (Chapitre 13)

<sup>214</sup> <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/HerzecaGallardo-IssuerStockRepurchases.pdf>, p. 1

<sup>215</sup> *Ibid.*

<sup>216</sup> *Unlocal Corp. V. Mesa petroleum Co.* 493 A.2d 246 (Del. Supr. 1985)

<sup>217</sup> Egalité prévue par la règle 14d-10 du règlement de la SEC.

<sup>218</sup> *Ibid.*, p. 278.

<sup>219</sup> T. Boone Pickens, *raider* américain des années 1980, à l'origine de l'offre publique hostile initiale contre *Unlocal*, à la tête du groupe *Mesa* à l'époque.

<sup>220</sup> Laurent-Bellue, B., *op. cit.*, p.47

<sup>221</sup> *Ibid.*

en l'absence d'abus de pouvoir, sera confirmée en tant qu'exercice du jugement d'affaires<sup>222</sup> »<sup>223</sup>.

Cette affaire, avec l'appui du principe du « Business Judgement Rule », a validé les auto-OPA adressées à l'ensemble des actionnaires à l'exception de l'un d'entre eux<sup>224</sup>. Cependant, l'arrêt *Unlocal* n'a pas empêché la SEC de modifier, en juillet 1986, les règles régissant les OPA, en introduisant la « all holders rule » qui, d'une part, interdit toute auto-OPA excluant l'un des actionnaires d'une même catégorie<sup>225</sup> et, d'autre part, exige que le même prix soit proposé à tous les détenteurs d'actions d'une même catégorie<sup>226</sup>. La SEC a également exigé que le prix payé dans le cadre d'une OPA aux actionnaires soit le prix le plus élevé qu'ait à payer l'acquéreur pendant cette période (*best price rule*)<sup>227</sup>.

A la lumière de ce qui précède, en dépit de ses avantages temporels, l'auto-OPA a rarement été utilisée au cours des dernières années en réponse à une OPA hostile<sup>228</sup>. Au cours des trois dernières décennies, les *open-market buyback programs* (programmes de rachat d'actions) ont subi une importante croissance<sup>229</sup>, ce qui démontre qu'ils sont plus nombreux que les appels d'offres dans une proportion d'environ 10 contre 1<sup>230</sup>.

Avec un *open-market buyback program*, l'entreprise annonce son intention de racheter des actions, puis commence le rachat d'actions sur le marché libre au cours d'une longue période de temps (généralement de un à deux ans)<sup>231</sup>.

---

<sup>222</sup> Le « Business Judgement Rule » est un principe du droit corporatif qui met à l'abri les dirigeants, administrateurs, gestionnaires et autres agents de toute responsabilité pour la perte subie en transactions d'entreprises qui relèvent de leur autorité et lorsque des preuves suffisantes démontrent que les opérations ont été effectuées de bonne foi. Ce principe fondateur du droit des offres publiques aux Etats-Unis sera plus longuement analysé en deuxième partie.

<sup>223</sup> Weyd, *op. cit.*, p. 277.

<sup>224</sup> *Exclusionary self-tenders*.

<sup>225</sup> Article 14d-10 SEC.

<sup>226</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 48.

<sup>227</sup> *Ibid.*

<sup>228</sup> <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/HerzecaGallardo-IssuerStockRepurchases.pdf>, *op. cit.*, p. 2

<sup>229</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

<sup>230</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>231</sup> *Ibid.*

Les programmes de rachat d'actions, français comme américains, sont soumis aux mêmes contraintes boursières. Les articles 10b-5 et 10b-5-1 de la Section 10(b) de l'*Exchange Act* ainsi que la 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>232</sup>, soumettent ces opérations à des contraintes boursières pour éviter toute dérive. En effet, lorsque la société a recours au rachat de ses propres actions, la tentation est grande de manipuler le cours boursier de ses titres. Cette même manipulation est érigée en délit<sup>233</sup>. De même, la société émettrice peut être accusée de délit d'initié<sup>234</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 (même si le droit du Delaware n'a pas développé une règle équivalente à l'article 10b-5-1, la jurisprudence « Brophy »<sup>235</sup> est interprétée comme cohérente au regard du droit fédéral américain)<sup>236</sup> ainsi que le droit français ont posé des présomptions de légitimité (dénommées *safe harbours* par l'article 10b-18 du *Exchange Act*). 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>237</sup>.

Les limites quant aux prix de plafond d'achat et au volume d'intervention sont les mêmes pour le droit fédéral et pour le droit français. Le législateur européen et son homologue américain interdisent 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 ce second prix est plus élevé au prix de l'offre indépendante actuelle la plus élevée sur la place où l'achat est effectué* »<sup>238</sup>. La notion de « *dernière opération indépendante* » signifie le dernier cours coté résultant d'une transaction exécutée pour laquelle la société émettrice n'a pas été partie prenante<sup>239</sup>. En ce qui concerne l'expression « *offre indépendante actuelle* », elle est comprise au regard de la règle

---

<sup>232</sup> Dont le règlement général de l'AMF se fait l'écho : R.G. AMF, articles 241-1 et s., pour ce qui concerne l'information à diffuser au public ; et R.G. AMF, articles 611-1 et s., pour ce qui est des abus de marché.

<sup>233</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>234</sup> Articles L.456-1, al. 1<sup>er</sup> CMF et 10b-5-1 de l'*Exchange Act*.

<sup>235</sup> *Brophy v. Cities Serv. Co.* 70 A.2d 5 (Del. Ch. 1949)

<sup>236</sup> <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/HerzecaGallardo-IssuerStockRepurchases.pdf>, *op. cit.*, p. 3

<sup>237</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1660, *op. cit.*, p. 21.

<sup>238</sup> Article 5 de la directive européenne 2003/6/CE.

<sup>239</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1660, *op. cit.*, p. 21.

du *safe harbour* de l'article 10b-18 qui fait état du « *highest current independant bid* »<sup>240</sup> qui, en français, se traduit par « le meilleur prix proposé » ou plus précisément par « la meilleure limite à l'achat »<sup>241</sup>.

Quant aux limites du volume d'intervention, l'article 10b-18 ainsi que l'article 5, 2° de la directive précitée reprennent les mêmes limitations de volume. L'émetteur doit s'abstenir d'acheter plus de 25% du volume quotidien des actions négociées sur le marché réglementé.

Malgré la similitude dans les contraintes boursières subies par les sociétés lors de la mise en œuvre de leur programme de rachat d'actions en droit américain et français, les limites à l'efficacité de cette stratégie varient selon le droit (Etat du Delaware ou français) sous lequel on se place.

## §2 : Efficacité : les limites des programmes de rachat d'actions

En France, les limites à l'efficacité sont rattachées 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 sociaux est à la fois « dangereux et utile[...], ces deux caractères plaidant l'un pour la prohibition, et l'autre pour la libéralisation du rachat »<sup>242</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 (procédure autonome de celle des articles L. 225-204 et L. 225-205 du Code de commerce), 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

---

<sup>240</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>241</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1660, *op. cit.*, p. 21.

<sup>242</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, « Rachats d'actions ou de parts sociales - Programmes de rachat d'actions », JurisClasseur, date de la dernière mise à jour : 4/04/12, p. 11.

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>243</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>244</sup>.

C'est pourquoi, le droit français a imposé et impose toujours 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 (l'assemblée des actionnaires déterminant également ce plafond en fixant le nombre maximal de titres rachetables ainsi que le montant maximal de l'opération)<sup>245</sup>. Le plafond arrêté est ainsi un « plafond d'acquisition, et non pas d'auto-détention »<sup>246</sup> ; il est donc une contrainte en stock et non en flux<sup>247</sup>. Cependant, rien n'interdit à la société, au terme d'un programme de rachat d'actions, d'en souscrire un autre<sup>248</sup> (via l'assemblée générale), remettant ainsi « à zéro les compteurs du flux »<sup>249</sup>. Ainsi, l'on comprend la raison de cette limitation en flux, qui consiste non pas à interdire le rachat massif des actions mais à obliger les dirigeants à obtenir l'accord de l'assemblée générale chaque fois que l'opération se répète. La première limitation à l'efficacité de ces programmes de rachat d'actions en France est donc la barrière des 10% de flux à ne pas dépasser.

La deuxième limite se rattachant au volume des actions rachetées est le plafond d'auto-détention. Comme nous l'avons 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 :

---

<sup>243</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, *op. cit.*, p. 11.

<sup>244</sup> *Ibid.*

<sup>245</sup> Article R. 225-151 du Code de commerce.

<sup>246</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, *op. cit.*, p. 11.

<sup>247</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>248</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>249</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, *op. cit.*, p. 11.

« 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>250</sup>, dans laquelle la société avait racheté et détenu 51% de ses propres actions. Le droit du Delaware est plus libéral (ce qui est vrai aussi pour la plupart des Etats) 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>251</sup>. De plus, le droit du Delaware offre une protection des créanciers sociaux, absente en droit français, en imposant le respect des « *equity insolvency test* » et « *balance sheet test* »<sup>252</sup> (ce sont des critères de solvabilité et du bilan laissés à l'appréciation des dirigeants).

On aurait pu penser à une libéralisation du droit français, qui aurait pu emprunter le chemin américain avec la directive n° 77/91/CEE du 6 septembre 2006 venue modifier la directive n° 2006/68/CE en assouplissant la contrainte de stock (d'auto-détention). Elle a ainsi supprimé

---

<sup>250</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>251</sup> Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1658, *op. cit.*, p. 10.

<sup>252</sup> *Ibid.*

l'obligation, pour toute société anonyme, de plafonner ses actions auto-détenues à 10 % de son capital social. Ce plafond est devenu désormais facultatif, au gré des Etats membres, et ne peut être inférieur à 10%. Le droit français n'a cependant pas encore transposé cette modification qui permettrait aux sociétés françaises de bénéficier de cet assouplissement. Ainsi, l'efficacité des programmes de rachat d'actions au regard du volume d'actions pouvant être rachetées, semble amoindrie par cette limite qui est complètement absente du droit américain. Les sociétés françaises seraient certainement désavantagées dans la mise en œuvre de leur défense contre une OPA hostile si elles tenaient à choisir les programmes de rachat d'actions.

Cependant, le droit fédéral américain et donc le droit étatique contiennent également des failles dans leurs programmes de rachat. L'une des faiblesses du mécanisme se trouvant dans la définition large des *self-tender offers*. Comme vu précédemment, tout comme le droit français, le droit fédéral américain distingue les *self-tender offers* des *open-market buyback programs*, l'une des différences les plus importantes étant le principe de l'égalité des actionnaires lors de l'offre de rachat. Alors que l'égalité n'est pas présente dans le cadre des programmes de rachat d'actions, elle est incontournable (par l'article 14d-10 du *Exchange Act*) en cas d'OPRA. Les programmes de rachat d'actions sont ainsi plus avantageux, notamment lorsque l'initiateur de l'offre hostile fait partie de l'actionnariat de la société cible (comme c'était le cas dans l'arrêt *Unlocal*). En effet, la société cible pourra proposer le rachat de ses actions et ainsi constituer une majorité de blocage plus facilement, puisqu'elle n'a pas besoin de recueillir l'accord de l'initiateur. Or, la SEC ne donne une définition précise des *self-tender offers* qu'afin de pouvoir délimiter son champ d'application. Les tribunaux se sont alors livrés à une détermination par faisceaux d'indices (voir annexe 1). Ils ont ainsi développé huit facteurs<sup>253</sup> (non cumulatifs) qui aident à déterminer si la société cible se trouve assujettie aux règles des OPRA ou des programmes de rachat d'actions. Ces facteurs sont très généraux et peuvent s'appliquer facilement à un programme de rachat d'actions, par exemple lorsque l'actionnariat de la société cible est composé d'investisseurs institutionnels et que l'offre de rachat est adressée à une large partie d'entre eux. Ainsi, la société cible a tout intérêt à racheter ses actions auprès de ses actionnaires autres qu'institutionnels afin d'éviter toute ressemblance avec une OPRA – ce qui correspondrait au facteur (i). La société devrait

---

<sup>253</sup> *SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc.*, 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985)



également éviter de fixer une limite de temps pour le rachat d'actions ou encore être prête à négocier le prix de rachat<sup>254</sup>.

Cette imprécision de la part du SEC ne trouve pas son équivalent en droit français, où les programmes de rachat d'actions sont nettement distingués des OPRA. Alors que les OPRA sont régies par les articles L. 225-204 et L. 225-205 du Code de commerce (les réductions de capital non motivées par des pertes), les programmes de rachat d'actions bénéficient quant à eux d'une procédure autonome en cas de réduction de capital prévue par l'article L. 225-209 dudit code. A la suite du rachat de ses propres actions, la société peut procéder à une réduction de capital, ce qui impliquera l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire puisque cette opération emporte la modification des statuts sociaux. Pour autant, la procédure reste autonome dans la mesure où l'article L. 225-209 ne se réfère pas aux articles visant l'OPRA (précités). Ceci a pour conséquence que même lorsque la société cible procède à l'annulation de ses actions rachetées, elle ne doit pas lancer d'OPRA ni soumettre l'autorisation du rachat à l'ensemble de ses actionnaires.

Une autre limite que rencontre le droit américain et plus précisément celui du Delaware se trouve dans une des décisions de la *Chancery Court* de cet Etat. Même si la jurisprudence *Unocal* a affirmé la liberté des sociétés à mettre en place ces stratégies de défense, cette liberté n'est pas pour autant absolue, comme l'a rappelé un arrêt de la *Chancery Court* du Delaware, *AC Acquisition Corp v. Anderson, Clayton & Co*<sup>255</sup>. La Cour a annulé en tant que manœuvre défensive une offre de la société Anderson & Clayton 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>256</sup> après que Bear Stearns avait lancé une OPA comptant (« *any and all cash tender offer* »), offrant aux actionnaires une alternative financière à l'offre initiale afin qu'ils puissent choisir librement l'une des deux offres concurrentes<sup>257</sup>. La contestation dans cette affaire visait le refus par le conseil d'administration de l'offre initiale de Bear Stearns, sans pour autant demander l'avis d'une banque d'affaires pour comparer les « mérites » des deux offres au

---

<sup>254</sup> <http://www.linklaters.com/pdfs/publications/capitalmarkets/DebtTendersClientBriefing>.

<sup>255</sup> *AC Acquisition Corp v. Anderson, Clayton & Co.*, 92, 942 Del Ch. 18/09/1986

<sup>256</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>257</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.

regard de l'intérêt des actionnaires<sup>258</sup>. Les juges ont adopté la démarche « Unlocal » et se sont fondés sur la règle du *Business Judgment Rule* 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 « Unlocal » d'un objet social valable (les dirigeants offraient aux actionnaires une alternative à l'offre de Bear Stearns). Cependant, elle jugeait aussi que la mesure défensive n'était pas raisonnable au regard de la menace de changement de contrôle (le deuxième critère n'était donc pas rempli).

Cette affaire est venue préciser le critère de proportionnalité établi par Unlocal. 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>259</sup>. Ils ont constaté que la banque d'affaires ne pouvait se prononcer sur la supériorité de l'offre<sup>260</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>261</sup>. La défense était « 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.

Ainsi, plusieurs limites sont constatées dans le droit du Delaware en matière de mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions. La première est la facilité pour ces programmes de tomber dans le régime juridique plus contraignant de l'OPRA. Ensuite, il semblerait que les juges mettent ainsi une condition de proportionnalité de la défense mise en place par rapport à l'OPA hostile. La validité de cette défense serait remise en question par l'analyse approfondie faite par les juges de la contre-offre, et ils pourraient invalider la mesure de défense s'ils l'estimaient disproportionnée par rapport à la menace de changement de contrôle.

---

<sup>258</sup> *Ibid.*

<sup>259</sup> Weyd, *op. cit.*, p. 281.

<sup>260</sup> *AC Acquisition Corp v. Anderson, Clayton & Co., op. cit.*

<sup>261</sup> *Ibid.*

## Section 2 : La vente d'actifs convoités (sale of crown jewels)

Une société cible peut tenter de décourager un acquéreur en vendant la branche d'activité ou les actifs que celui-ci convoite le plus. Cette tactique est particulièrement efficace lorsque l'attaquant donne une valeur à cette branche d'activité ou à ces actifs, supérieure à celle attribuée par la société cible. Acceptée aux États-Unis et connue sous le nom de « joyaux de la couronne », cette stratégie connaît des limites en droit français qui impose le respect du droit boursier.

Le droit américain connaît plusieurs variantes de cette défense. Lorsque le bien convoité est cédé à un allié de la société cible, la vente est qualifiée de « *key asset or crown jewel lock-up* ». Même si la cession d'un actif n'est pas un obstacle absolu à l'OPA inamicale, elle crée au moins des obstacles supplémentaires pour la société attaquante. En effet, la cession d'un actif peut procurer à la société cible de l'argent utilisable pour mettre en œuvre d'autres mesures défensives telles qu'un rachat d'actions, versement de dividendes extraordinaires<sup>262</sup>.

La liquidation de la société par ses dirigeants constitue une variante ultime de la cession d'actifs convoités. Une liquidation partielle d'actifs se produit lorsqu'une société cible cède une partie de ses actifs et distribue le produit de la vente à ses actionnaires. Une société peut même procéder à la liquidation totale si elle estime que sa valeur liquidative est supérieure à celle qui résulte de l'offre hostile. Cependant, cette dernière variante est difficile voire quasi-impossible à mettre en œuvre compte tenu du temps nécessaire à sa réalisation, surtout si elle est décidée en réaction à l'offre publique d'achat inamicale.

La validité de ces procédés a rapidement été affirmée par les juges américains. Pour juger la décision par laquelle les sociétés cotées cèdent des actifs convoités, les tribunaux ont appliqué de façon constante le *Business Judgement Rule*.

---

<sup>262</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 43

Cependant, le moment où intervient la cession de l'actif convoité peut avoir un impact sur l'opinion du juge. En effet, il est plus probable que la validité de cette mesure défensive soit confirmée par le juge lorsqu'elle sera accomplie avant plutôt qu'après le lancement de l'OPA hostile<sup>263</sup>.

La vente d'actifs convoités est une stratégie délicate à mettre en œuvre notamment au regard de l'intérêt des actionnaires. En effet, les dirigeants, mettant en œuvre la vente des joyaux de la couronne, ne seront protégés par la *Business Judgment Rule* que s'ils démontrent que la vente de ces actifs sont bénéfiques aux actionnaires de la société.

En raison de la mise en œuvre délicate de cette défense, le droit du Delaware impose qu'une société obtienne l'approbation des actionnaires avant de procéder à la vente de tous ou substantiellement tous ses biens ou actifs<sup>264</sup>. La notion de « *tout ou substantiellement tout* » est interprétée par le tribunaux de façon restrictive. Ainsi dans l'arrêt *Whitaker*<sup>265</sup>, le tribunal a considéré que la vente d'un actif représentant le tiers des revenus après impôts d'une société ne constituait pas, en application du droit du Delaware, la vente de « *substantiellement tous les actifs* » de la société et n'exigeait donc pas au préalable l'accord des actionnaires.

Une variante de la vente des joyaux de la couronne et qui atténue son caractère définitif est la défense du *master limited partnership*. Cette défense sépare les actifs fleurons d'une société qui sont placés en *limited partnership*. L'idée de base de cette défense est donc de séparer les actifs stratégiques et convoités de la société cible et les placer dans un *limited partnership*. Les parts du *partnership* qui détiennent les actifs convoités sont soit tous distribués aux actionnaires de la société cible dès sa constitution, soit détenues par la société cible qui les distribue au fur et à mesure aux actionnaires. Dans de dernier cas, cette distribution devient une arme anti-OPA, car il est possible de prévoir que les parts du *partnership* soient automatiquement et immédiatement distribuées aux actionnaires dans l'hypothèse d'une prise de contrôle de la société cible par un acquéreur hostile.

La création d'un *partnership* peut se révéler un moyen efficace pour augmenter la valeur en bourse de la société qui y procède car dans une éventuelle prise de contrôle inamicale se sont les actionnaires de la société et non le tiers acquéreur qui restent les détenteurs des actifs. Cette défense s'avère plus efficace que la vente des actifs convoités car la société procède à la

---

<sup>263</sup> Laurent-Bellue B. *op. cit.*, p. 43

<sup>264</sup> « *sale of all or substantially all of its property and its assets* »

<sup>265</sup> Laurent-Bellue B. *op. cit.*, p. 43

mise à l'abri de ses actifs sans pour autant les perdre. De plus, cette variante présente également des avantages fiscaux, le résultat net transféré aux commanditaires ne peut être imposé ni par l'Etat, ni par le gouvernement fédéral, évitant ainsi aux actionnaires la double imposition.

En France la vente d'actifs convoités se heurte à plusieurs principes établis tels que la prise en compte de l'intérêt social<sup>266</sup> lors de la mise en œuvre des défenses anti-OPA comme le rappelle l'article L.233-32 I nouveau du Code de commerce. En période d'offre il ainsi prohiber de céder des actifs de la société cible représentant une part importante de la valeur de l'entreprise et cela au nom de l'intérêt de celle-ci.

Les affaires telles que l'OPA lancée sur Perrier par Nestlé en 1992 sont venues 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>267</sup>.

Récemment s'est posée la question de savoir si la fiducie ne pouvait pas être utilisée comme une arme efficace anti-OPA<sup>268</sup> ? Aux fins d'écarter un assaillant indésirable, certaines sociétés ont recours à des mécanismes translatifs de propriété d'une nature particulière pour sanctuariser des actifs et ainsi les mettre à l'abri de la convoitise des assaillants. La fiducie pourrait-elle, dès lors, être utilisée comme arme anti-OPA ? A l'instar du *stiching* néerlandais, la fiducie pourrait être alors une arme anti-OPA efficace.

*Le stiching néerlandais*- Lors de l'annonce par Mittal Steel de son offre publique d'acquisition sur les titres d'Arcelor, Mittal Steel 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, société canadienne qui avait fait l'objet d'une bataille boursière entre ThyssenKrupp et Arcelor, remportée par cette dernière.

La cession de cet actif par Arcelor présentait un intérêt stratégique à deux égards pour Mittal Steel qui souhaitait, d'une part, financer l'essentiel de son offre en numéraire par la cession de Dofasco et qui, d'autre part, « résolvait ainsi, et par avance, toute problématique de droit des concentrations en Amérique du Nord, seule zone géographique où Arcelor et Mittal Steel

---

<sup>266</sup> La notion d'intérêt social sera étudiée dans la troisième partie de ce mémoire.

<sup>267</sup> De Beaufort V., *op. cit.*, p.310

<sup>268</sup> Servan-Schreiber Pierre, « *La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ? - Comparatif fiducie/stiching* » La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 36, 6 Septembre 2007, 2055

disposaient chacune de parts de marché importantes »<sup>269</sup>.

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 sanctuarisé Dofasco dans une fondation de droit néerlandais. Elle a transféré ainsi, pour une durée de 3 ans, les actions qu'elle détenait dans Dofasco à 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 »<sup>270</sup>, à l'exception d'une prérogative, réservée au conseil d'administration de la *stichting* : le pouvoir de céder les actions Dofasco.

*Transposition en droit français*- Ce mécanisme qui sous entend une opération fiduciaire qui dans le cadre d'une offre publique pourrait donc être le transfert par la cible - le constituant de la fiducie - à un fiduciaire du pouvoir exclusif de protéger : tout d'abord, l'intérêt social d'une cible potentielle ou actuelle et ensuite, l'actif stratégique contre toute mesure ou action qui serait prise par raider hostile, en cas de succès de l'offre, dans le but de faire sortir cet actif du patrimoine de la cible pour répondre à certains objectifs propres à l'initiateur.

Selon Servan-Schreiber, il faudrait notamment envisager l'émission d'actions de préférence par la filiale stratégique, au profit du constituant, lui conférant le 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 transférées, pour durée déterminée dans le contrat de fiducie, à un fiduciaire dont la mission serait d'autoriser ou non la mise en oeuvre de toute décision de cession. De plus, le contrat pourrait prévoir le retour des actifs dans le patrimoine de la cible en cas d'échec de l'offre publique d'achat hostile.

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 »<sup>271</sup>.

Cependant, pour que la fiducie soit aussi efficace le *stichting* néerlandais en tant qu'arme anti-OPA, elle doit assimiler plusieurs de ses caractéristiques.

---

<sup>269</sup> Servan-Schreiber Pierre, *op. cit.*

<sup>270</sup> *Ibid.*

<sup>271</sup> Servan-Schreiber Pierre, *op. cit.*

*L'intangibilité de la stiching*- l'autonomie et l'intangibilité de la *stichting*, après la prise de contrôle de la cible par un acquéreur hostile, ont été prouvées. La *stichting* dispose en effet de la personnalité morale et jouit d'une existence autonome garantie par l'immovibilité 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. 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<sup>272</sup>.

Pour que La fiducie atteigne la même efficacité que le mécanisme néerlandais, les biens transférés par la fiducie doivent faire leur retour dans le patrimoine du constituant de la fiducie, la société cible, et ce, au moment qui a « été considéré comme opportun par le constituant au moment de la création de la fiducie »<sup>273</sup>.

Selon Servan-Schreiber, il conviendrait dès lors de désigner comme bénéficiaire de la fiducie le constituant et de prévoir une durée suffisamment longue du contrat qui ne permette ainsi pas un retour rapide dans le patrimoine du constituant.

Or, cette solution se heurte alors à un premier obstacle de l'article 2028 du Code civil qui dispose que « *Le contrat de fiducie peut être révoqué par le constituant tant qu'il n'a pas été accepté par le bénéficiaire. Après acceptation par le bénéficiaire, le contrat ne peut être modifié ou révoqué qu'avec son accord ou par décision de justice* ». Dès lors, si le constituant est également le bénéficiaire, dans l'hypothèse où l'acquéreur hostile prendrait le contrôle de la société, il deviendra le constituant et pourra révoquer le contrat de fiducie et ainsi disposer des actifs qu'il convoitait.

Ainsi, pour que la fiducie puisse être une arme anti-OPA efficace, il est nécessaire de limiter toute possibilité pour l'acquéreur hostile de révoquer le contrat de fiducie. Pour ce faire, il faudra donc désigner un bénéficiaire qui échappe à l'assaillant.

Servan-Schreiber propose donc les actionnaires. Il suffirait, en effet, de faire accepter le bénéfice de la fiducie par les actionnaires pour que le pouvoir de céder les actifs mis en fiducie échappe à un assaillant qui prendrait le contrôle de la cible. Néanmoins, cette option se heurte des problèmes. Tout d'abord, l'acceptation par un seul actionnaire du contrat de fiducie

---

<sup>272</sup> *Ibid.*

<sup>273</sup> Servan-Schreiber Pierre, *op. cit.*

ne suffirait à rendre le contrat de fiducie irrévocable sans l'accord de tous les bénéficiaires. En effet, le contrat de fiducie n'a aucune caractéristique de solidarité entre les bénéficiaires qui les lierait entre eux. Pour ce faire, il faudrait donc un droit spécifique à cet effet tel un mandat.

Il apparaît donc que l'absence d'autonomie et d'intangibilité de la fiducie rend le mécanisme fiduciaire plus fragile et dès lors beaucoup moins intéressant que la *stichting* dans les opérations de sanctuarisation d'actifs. Pour que la fiducie devienne intéressante, il faudrait désigner comme bénéficiaire du contrat de fiducie une *stichting* ou encore un *trust*. La société-cible pourrait alors transmettre le droit au bénéfice de la fiducie à un *trust*. « Dès lors, l'actif stratégique étant logé dans une entité autonome, elle serait à l'abri de l'assaillant »<sup>274</sup>.

Les défenses axées sur la manipulation du capital de la société-cible ne consistent pas uniquement en l'adoption des plans de rachat d'actions. D'autres défenses telles que la défense « *fatman* » ou « *pacman* » sont utilisées surtout aux Etats-Unis.

La défense « *fatman* » se traduit par la « défense de l'obèse » . Pour se défendre la société-cible va chercher, le plus rapidement possible, à grossir sa capitalisation boursière. L'objet de cette défense est de devenir « trop gros » pour l'initiateur de l'offre. Relativement peu connue, cette défense nécessite au préalable la conjonction d'un certain nombre de conditions dont l'absorption-fusion de ses filiales et ceci dans un laps de temps très court. Elle ne peut se réaliser que sur des filiales au capital largement contrôlé puisqu'elle nécessite l'accord d'une AGE.

La défense « *pacman* » quant à elle, est la défense par laquelle la société cible lance à son tour une OPA sur la société initiatrice. Cette technique est très peu utilisée en Europe alors que plus acceptée aux Etats-Unis. Cependant, elle peut être ruineuse pour les deux sociétés.

Les défenses axées sur la manipulation du capital et des actifs sociaux sont des mesures efficaces mais qui peuvent être complétées par des mesures qui ont pour objet la recherche d'alliés.

---

<sup>274</sup> Servan-Schreiber P., *op. cit.*



## CHAPITRE 2 : LA RECHERCHE D'ALLIES :

La recherche d'allié est une solution de derniers recours pour une société cible d'une OPA hostile. Cette stratégie de défense peut se traduire par la recherche d'un chevalier blanc (Section 1) ou d'une émission d'actions au profit de l'actionnariat salarié (Section 2).

### Section 1 : Le chevalier blanc :

Option de dernier recours (§1) , le chevalier blanc vient au secours d'une société amie ou alliée qui est confrontée à une imminente offre publique d'achat hostile. Alors, que le chevalier blanc est principalement bien vu par la direction et les salariés de la société-cible, de nombreuses contestations (§2) ont été soulevées quant à la prise en compte de l'intérêt des actionnaires.

#### §1 : Le mécanisme :

Par opposition au chevalier noir (l'initiateur d'une offre non sollicitée), le chevalier blanc est la société qui, avec l'accord de la direction de la société cible, essaie d'en prendre le contrôle pour empêcher que l'OPA hostile n'aboutisse. L'imagerie du chevalier blanc est claire : il vole au secours de la société cible, il est la solution de dernier recours. En principe, il surenchérit sur l'offre du premier initiateur, ce qui présente toujours un intérêt pour les actionnaires. Cette technique de défense est souvent utilisée comme dernier recours face à un *raider* tenace et bien souvent, la société considère que son indépendance ne peut être maintenue qu'en procédant au transfert d'un large bloc d'actions ayant le droit de vote au profit de ce « grand frère ». En droit français, la recherche d'un chevalier blanc est de la compétence exclusive du conseil d'administration ou de surveillance, compétence qui n'a pas été modifiée par la loi « Florange ». Ce transfert s'opère généralement par le biais d'une émission réservée de nouvelles actions et parfois par la cession d'un bloc d'actions déjà existantes. Ce fut le cas de la Générale Occidentale pour Les Presses de la Cité afin de contrer Cérus, ou encore de Framatome pour Télémécanique afin de contrer Schneider<sup>275</sup>.

La défense du chevalier blanc est efficace pour échapper à une prise de contrôle hostile ; elle a pour effet une surenchère sur l'offre initiale faite par l'offreur indésirable et donc favorable à

---

<sup>275</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.-C., *op. cit.*, p. 153.

l'intérêt social et à celui des actionnaires. De surcroît, cette défense est d'autant plus intéressante pour la société acquéreuse qui apparaît comme le « sauveteur ». Sollicitée par la société cible, l'entreprise bénéficiera le plus souvent de l'appui des salariés et d'un *a priori* positif des actionnaires et du public. Mais, avant tout, le chevalier blanc reste un investisseur qui investit des sommes parfois considérables. C'est pourquoi, l'allié se voit fréquemment octroyer, par la cible, des conditions préférentielles destinées à l'attirer, telles que des options sur des actions ou des garanties financières appelées « *lock-up options* ».

Les garanties financières consistent en des accords par lesquels la société cible accepte d'effectuer un versement d'argent à la société alliée si la transaction envisagée ne peut ou n'a pas pu aboutir en raison d'une offre concurrente supérieure<sup>276</sup>. Ce versement se dénomme « *break up fees* » ou « *bust up fees* ». Ces garanties sont destinées à rassurer les sociétés alliées sur le fait que l'opération envisagée ne sera pas interrompue par l'entrée d'un tiers acquéreur concurrent et qu'elles seront indemnisées en tout état de cause si l'opération ne peut avoir lieu<sup>277</sup>.

Quant aux conditions préférentielles prévues pour l'achat des actions, le droit américain connaît plusieurs combinaisons intéressantes pour rendre l'investissement attractif. Le tiers allié peut d'abord passer un accord avec la société cible, appelé « *no-shop provision* »<sup>278</sup>. Cet accord prévoit qu'aucune offre concurrente ne sera sollicitée jusqu'au vote des actionnaires sur l'acquisition projetée. La validité de cette clause a été reconnue par les juges du Delaware dans l'arrêt *Jewel Companies Inc. V. Pay Less Drug Stores Northwest Inc*<sup>279</sup>. L'efficacité de cette clause est tout de même relative, puisqu'elle n'empêche pas des tiers non sollicités de déposer une offre concurrente auprès de la société cible<sup>280</sup>.

Une autre variante d'une clause *lock-up* peut être un accord prévoyant la facilité, à l'offrant amical, d'acheter des actions non émises de la société à un prix inférieur à celui offert en vertu de l'accord de fusion<sup>281</sup>. C'est une technique qui s'avère utile lorsque le capital de la société cible est très dispersé et non dans les mains des dirigeants/actionnaires majoritaires.

---

<sup>276</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 55.

<sup>277</sup> *Ibid.*

<sup>278</sup> Weyd, *op. cit.*, p. 181.

<sup>279</sup> 741 F. 2<sup>nd</sup> 1555-9th Cir. 1984.

<sup>280</sup> Weyd, *op. cit.*, p. 181.

<sup>281</sup> *Ibid.*

Cependant, le chevalier blanc est « un mythe... noir, blanc ou gris, la logique est la même »<sup>282</sup>, il adopte la même attitude après la cession : restructuration, changement dans les organes de direction, réorientation stratégique, etc.<sup>283</sup>. En effet, si le raid d'un chevalier noir est motivé par une sous-évaluation boursière de la société cotée, provoquée par une faiblesse dans le management ou encore par un sous-emploi des actifs, le chevalier blanc cherchera également à optimiser l'emploi des actifs ou à remplacer le management, ou encore à bénéficier des synergies<sup>284</sup>. Pour ces raisons évidentes, le recours à un allié s'accompagne presque toujours de la conclusion d'un pacte d'actionnaires (« *a standstill agreement* »), qui définit les conditions dans lesquelles le nouvel actionnaire est autorisé à participer aux décisions<sup>285</sup>. La rédaction et la structure de ces pactes d'actionnaires constituent l'élément principal de cette stratégie défensive.

Les dispositions classiques que l'on retrouvera dans lesdits pactes prévoient des limitations quant à la faculté, pour la société alliée, d'acquérir des actions supplémentaires, de voter ou de céder ses propres actions pendant une période de temps déterminée. Ceci permet d'empêcher, pendant un certain temps, de céder un bloc majoritaire d'actions à un acquéreur inamical<sup>286</sup>.

Un exemple d'accord de *standstill* est celui qui a eu lieu entre Gucci et Pinault Printemps Redoute (PPR, aujourd'hui Kering). En mars 1999, suite au rachat par LVMH de 34,4% de son capital, le groupe italien a décidé de se procurer un chevalier blanc. LVMH étant son concurrent direct à l'époque, cette grimpée dans le capital social de Gucci fut vue d'un mauvais œil par la direction. En effet, LVMH n'était pas soumis à l'obligation de déclencher une OPA à la suite du franchissement du seuil de 33,33% (seuil de l'époque) dans le capital de Gucci, puisque cette société était cotée aux Pays-Bas dont la législation n'imposait pas l'OPA obligatoire au-delà d'un certain seuil. Mais, le géant du luxe prenait peu à peu une place prépondérante au sein de son capital. Ainsi, le conseil d'administration du groupe italien a lancé une augmentation de capital réservée à son allié PPR afin d'échapper à la prise de contrôle du groupe dirigé par Bernard Arnault. Cependant, afin d'éviter que PPR ne se

---

<sup>282</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.-C., *op. cit.*, p. 154.

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

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

<sup>285</sup> Baronoff S., « *The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty* », 93 Yale LJ. 1093, 1984.

<sup>286</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 55.

transforme en *raider* hostile, les alliés ont aménagé un pacte d'actionnaires qui prévoyait une période de *standstill* de cinq ans (jusqu'en 2004), durant laquelle PPR acceptait de ne pas porter sa part dans le capital de Gucci à plus de 42%. L'indépendance de Gucci était encore plus préservée par des clauses supplémentaires de non-concurrence. Ainsi, ce genre de défense peut permettre à la société cible de sauvegarder son indépendance face à un *raider* hostile dans le cadre d'une OPA hostile, mais également face à son allié une fois l'opération d'acquisition aboutie.

Le droit du Delaware est d'autant plus protecteur des sociétés cibles lorsqu'elles font recours à cette défense. En effet, la Section 203 du *Delaware General Corporation Law* interdit à un acquéreur d'une société cible de réaliser toute opération de restructuration et notamment de fusion (*a business combination*) avec ladite société pendant une durée de trois ans à compter du moment où l'acquéreur vient à détenir 15% de son capital (sauf s'il obtient une autorisation préalable du conseil de direction ou vient à détenir 85% des droits de vote de la société cible)<sup>287</sup>. Ainsi, si le chevalier blanc venait à détenir plus de 15% des actions de la société, il lui serait très difficile de contourner les restrictions posées par la loi du Delaware<sup>288</sup>.

Cependant, la défense du chevalier blanc a soulevé beaucoup de questions quant aux réelles intentions des conseils d'administration qui avaient mis en œuvre cette défense. L'octroi à un tiers allié ainsi que les conditions préférentielles accordées à ce dernier sèment un doute sur la légalité de l'opération.

## §2 : Une défense contestée :

Les contestations du mécanisme sont arrivées aussi bien devant les cours françaises que devant celles du Delaware. Elles concernaient la légalité de l'émission d'actions au profit d'un tiers allié et donc l'opération même, mais les juges du Delaware ont également dû se prononcer sur la légalité des *lock-up options* couramment utilisées aux Etats-Unis. La question était de savoir si ces mesures de défense étaient prises dans l'intérêt des actionnaires ou non. Une OPA hostile crée, en effet, un conflit d'intérêt potentiel, et la mise en œuvre d'une acquisition par un tiers allié de la société cible à un prix préférentiel fait planer un doute sur la motivation réelle des dirigeants.

---

<sup>287</sup> Section 203, *Delaware General Corporation*.

<sup>288</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 56.

Les tribunaux français reconnaissaient ainsi *de facto* l'interdiction de ce genre de mesures de défense anti-OPA, du fait que celles-ci portaient atteinte à l'intérêt des actionnaires. Dans l'arrêt de la Cour d'appel de Paris, *Télémechanique*<sup>289</sup>, la société alliée avait lancé une offre concurrente de l'offre publique hostile visant la cible. En outre, le chevalier blanc avait tenté d'acquérir le contrôle de l'un des actionnaires en concertation avec la société cible. La Cour d'appel a condamné cette stratégie et l'a considérée contraire à la sauvegarde de l'intérêt des actionnaires et de leur égalité de traitement (l'augmentation de capital étant réservée au chevalier blanc)<sup>290</sup>. Suivant le même raisonnement, les juges du fond, dans l'affaire *Perrier*<sup>291</sup>, ont considéré que s'il était « légitime qu'une société cherche à se défendre contre une tentative d'agression extérieure, elle ne [pouvait] le faire qu'ouvertement, dans le respect de l'intérêt des actionnaires »<sup>292</sup>. En l'espèce, Perrier (la société visée par l'OPA hostile) s'était engagée à céder à son tiers allié (la société Saint-Louis) les actions constituant l'autocontrôle de la société Perrier, dans le but d'empêcher le succès du projet d'offre hostile de la filiale de Nestlé, Demilac. Le tribunal a jugé que cette stratégie avait pour effet de compromettre le libre jeu des offres et surenchères (puisque la cession à un chevalier blanc empêche la surenchère d'autres offres de la société hostile ou d'autres sociétés intéressées) et l'a annulée<sup>293</sup>. On peut constater que les tribunaux français voyaient d'un mauvais œil la mise en place de stratégies, analysant leur validité par rapport aux intérêts des actionnaires mais également au principe du droit boursier du libre jeu des offres, et ne validaient la défense d'un chevalier blanc qu'à travers une offre concurrente de l'allié.

Cependant, l'arrêt *Quadral*<sup>294</sup> est venu tempérer l'interdiction *de facto* de cette stratégie défensive. La Cour d'appel de Paris a libéralisé la défense du chevalier blanc en admettant la cession de la société cible ou d'un bloc majoritaire d'actions au tiers allié par d'autres moyens que dans le cadre exclusif d'une offre concurrente (à moins qu'il ne dépasse les seuils de

---

<sup>289</sup> CA Paris, 3e ch. sect. B., 18 mars 1988. *SA Cofitel c/SA Télémechanique électrique* : D. 1989, jurispr., p. 359, note F. Laroche-Gisserot : JCP E 1988, II, 15248, p. 525, note T. Forschbach.

<sup>290</sup> Portier P., Navelet-Noualhier R., Mathieu-Bouyssou M.-E., « *Libre jeu des offres publiques d'acquisition - Etat des lieux* », Revue de Droit bancaire et financier n° 4, juillet 2002, dossier 100038, p. 5.

<sup>291</sup> T. com. Paris, 16 mars 1992, *SA Saint-Louis, SPG. SA Nestlé, SA Demilac et autres* : RJ com. 1992, n° 1344, p. 209, note A. Couret.

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

<sup>293</sup> Portier P., Navelet-Noualhier R., Mathieu-Bouyssou M.-E., *op. cit.*, p. 5.

<sup>294</sup> CA Paris. 1<sup>re</sup> ch., CBV, 20 nov. 1991. *Sté Quadral et autres c/ Finmeccanica Int. SA et autres* : Bull. Joly, janv. 1992, p. 82.

l'offre publique obligatoire), et que ce genre d'opération ne compromettrait pas le principe d'égalité entre actionnaires<sup>295</sup>.

Le droit français accepte aujourd'hui la mise en place d'un chevalier, mais toujours dans le respect des principes du droit boursier.

Les juges du Delaware se sont également prononcés sur la légalité de l'émission d'actions au profit des sociétés tierces alliées et la contestent sur un fondement juridique différent. Contrairement au droit français, ils considèrent que l'augmentation de capital réservée à un tiers allié constituait également une violation des devoirs fiduciaires des dirigeants. Selon eux, l'émission d'actions nouvelles au chevalier blanc peut laisser suggérer que la direction cherche à se maintenir en place. Ceci est d'autant plus vrai lorsqu'ils n'arrivent pas à démontrer que l'offre hostile n'est pas dans le « meilleur intérêt des actionnaires »<sup>296</sup> ou que l'émission n'a pas pour « but unique ou principal de permettre la direction de la société cible de se maintenir en place (*motive of entrenchment*) »<sup>297</sup>. Ainsi, les juges font peser la charge de la preuve sur les dirigeants de la société cible afin qu'ils démontrent que la cession des actions à une société tierce alliée est faite dans le meilleur intérêt des actionnaires et non dans leur intérêt personnel. A défaut de preuve, les dirigeants ne seront plus protégés par la *Business Judgement Rule*<sup>298</sup>.

L'intérêt des actionnaires a été d'autant plus considéré lorsque les juges américains en sont venus à se prononcer sur la validité des *lock-up options*. Alors que la jurisprudence du Delaware s'est prononcée sur de nombreux cas de clauses de *lock-up*, le droit français, quant à lui, ne semble pas les analyser en profondeur. La légalité de ces *lock-up options* est remise en cause car si les dirigeants américains ont le devoir d'accepter la proposition du plus offrant, comment justifier que la direction d'une société cible accepte de céder ses titres à un chevalier à un prix préférentiel et donc plus bas que l'offre initiale hostile ? Le lancement d'une OPA hostile et l'intervention d'un chevalier blanc transforment le conseil d'administration de défendeur à un organe chargé de suivre les enchères au mieux des intérêts des actionnaires :

---

<sup>295</sup> Portier P., Navelet-Noualhier R., Mathieu-Bouyssou M.-E, *op. cit.*, p. 5.

<sup>296</sup> *Norlincorp. V. Rooney, Pace, Inc*, 744 F. 2d 255 (2d Cir. 1984).

<sup>297</sup> *Ibid.*

<sup>298</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 57.

« le prix est donc l'élément essentiel »<sup>299</sup>. Les juges américains n'hésitent pas à qualifier les directeurs de « primary negotiators »<sup>300</sup>. Or, des dispositions classiques des clauses de *lock-up*, telles que la vente des actions à un prix préférentiel, violent ce devoir fiduciaire d'obtenir le meilleur prix de vente, plus précisément le prix le plus élevé<sup>301</sup>.

Pour autant, les *lock-up options* ne sont pas en elles-mêmes illégales d'après le droit du Delaware, mais elles le deviennent si elles ont pour but de mettre un terme à un processus d'offres non motivé.

Ainsi, d'un côté, la stratégie du chevalier blanc est efficace pour contrer une OPA hostile, en provoquant une offre concurrente qui va être acceptée. Mais, de l'autre côté, elle se heurte aux principes du droit boursier français ainsi qu'à la position des juges du Delaware, qui analysent la légalité de cette défense au regard du respect des offres et des surenchères. Efficacité d'autant plus limitée que l'accord de cession de la société cible au chevalier blanc n'est pas sûr d'aboutir à chaque fois, car le succès de l'opération est conditionné à la présence d'un capital suffisamment concentré de la société cible pour que cette dernière ait la possibilité d'opter pour des défenses statutaires de dernières minutes, mais également à un chevalier blanc disposant d'importants moyens financiers. Ce fut le cas de l'OPA lancée par Arcelor sur Mittal. L'irruption d'un troisième acteur, chevalier blanc, paraissait improbable. Le japonais Nippon Steel ou encore l'allemand Thyssen Krupp ne disposaient pas d'une assise financière suffisante pour contrer Arcelor sur son offre, ni même d'un fonds d'investissement pouvant rivaliser avec un industriel<sup>302</sup>.

Enfin, la défense du chevalier blanc étant une défense de dernier recours, elle ne s'insère donc pas dans « une stratégie rationnelle »<sup>303</sup> et aboutit à la perte de contrôle de la société. Le résultat de cette défense ne correspond pas au désir de toute société cible qui prévoit des mesures défensives pour justement éviter de perdre son indépendance. Or, la logique derrière cette mesure est qu'il est préférable d'être dans les mains d'un tiers allié que d'un tiers ennemi, pour peu que le chevalier blanc se transforme en chevalier noir.

---

<sup>299</sup> Weyd, *op. cit.*, p. 188.

<sup>300</sup> *Ibid.*

<sup>301</sup> *Mac Andrews & Forbes Holdings Inc. v. Revlon Inc*, Nos. 353 & 353 (Del. 13/03.1986).

<sup>302</sup> [http://www.lemonde.fr/economie/article/2006/01/31/des-analystes-jugent-limites-les-moyens-de-defense-d-arcelor\\_736312\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2006/01/31/des-analystes-jugent-limites-les-moyens-de-defense-d-arcelor_736312_3234.html)

<sup>303</sup> Agrellet P., Geoffrey L., Viarnaud J.-C., *op. cit.*, p. 152.

## Section 2 : L'émission d'actions au profit de l'actionnariat salarié :

L'actionnariat salarial prend une place de plus en plus importante au sein des sociétés cotées. C'est l'une des formules de participation financière utilisée pour stimuler les efforts des salariés. Il leur permet de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie. Cette participation procure également à la société une nouvelle source de financement, mais surtout elle permet de résister dans de meilleures conditions à une offre publique de prise de contrôle.

Stratégie très présente aux États-Unis, c'est également une particularité française par rapport au reste de l'Europe. En France, plus d'un salarié sur deux est actionnaire de sa société. Une situation atypique en Europe, selon l'étude que Debory Eres<sup>304</sup> consacre chaque année aux opérations menées par le SBF 120<sup>305</sup>. Selon cette étude 82 % des groupes du SBF 120 ont un dispositif d'actionnariat salarié contre 48 % en Europe.

L'actionnariat salarié peut donc être une défense à mettre en œuvre lorsqu'une offre publique d'achat hostile a été lancée sur la société-cible. Les salariés peuvent devenir actionnaires et exercer leur droits de vote directement ou indirectement.

En droit français plusieurs montages juridiques sont mis en place pour que les salariés soient détenteurs des actions de leur société employeur. Lorsque les salariés détiennent indirectement les actions, ils sont simplement détenteurs de parts d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Dans ce cadre, les salariés seront généralement privés de l'exercice d'un droit de vote en assemblée, et donc d'une participation directe à la gestion de l'entreprise. C'est le conseil d'administration ou de surveillance de l'organisme ou le conseil de surveillance du fonds qui exercera ces droits de vote.

La participation des salariés peut être directe. C'est le cas lorsque la société procède à la distribution gratuite d'actions de l'article L.225-197-1 du Code de commerce. L'assemblée générale extraordinaire de la société cible autorisera le conseil d'administration ou le directoire à procéder au profit des salariés à la distribution gratuite d'actions. La loi Florange

---

<sup>304</sup> <http://business.lesechos.fr/directions-financieres/0203529013780-actionnariat-salarie-un-bouclier-anti-opa-francais-100189.php>

<sup>305</sup> Indice boursier sur la place de Paris. Il est déterminé à partir des cours de 40 actions du CAC 40 et de 80 valeurs des premier et second marchés les plus liquides cotés à Paris parmi les 200 premières capitalisations boursières françaises.



a augmenté le seuil de distribution à 15%. Ce seuil pourra être relevé à 30 % pour autant que l'ensemble des salariés bénéficient des actions gratuites et que la répartition se fasse de manière équitable en respectant le rapport maximum de 1 à 5.

Les salariés peuvent également exercer directement leur droits de vote par le biais d'un fonds communs de placement en entreprise (FCPE), dits que l'article L. 214-165 du CMF permet au règlement du fonds d'opter pour un exercice des droits de vote par chaque détenteur de parts individuellement. L'exercice individuel permet aux salariés de se trouver intégrés au collectif des actionnaires et exercent à ce titre des droits de vote, qu'il s'agisse d'apprécier des décisions prises en assemblée ou d'instituer des représentants dans les conseils d'administration ou de surveillance.

L'équivalent du FCPE aux Etats-Unis est l'ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*). C'est un plan de contribution bénéficiant d'un régime fiscal de faveur destiné à investir dans la société qui le crée. Le Plan est régi par les dispositions de l'*Employee Retirement Income Security Act* de 1974<sup>306</sup>. Les ESOP américains se caractérisent par deux points importants : ils sont initiés par les dirigeants, de manière discrétionnaire et le gestionnaire du *trust* (le *trustee*) est généralement nommé par les dirigeants.

Les actions de la société achetées par l'ESOP sont au départ détenues sur un compte d'ordre (*suspense account*) et ne sont attribuées aux salariés participant au Plan qu'au fur et à mesure que l'emprunt, utilisé pour financer l'achat de actions, est remboursé. Les actions de la société sont libérées du compte d'ordre et affectées sur des comptes individuels des salariés participants. Les actions affectées sur les comptes individuels sont appelées les *allocated shares*<sup>307</sup> alors que les actions demeurant sur le compte d'ordre sont appelées les *unallocated shares*.

La question s'est posée de savoir qui détenait le droit de vote et le droit de céder les *allocated* et les *unallocated shares* ? Concernant les actions distribuées dans les comptes individuels des salariés, chaque titulaire d'un compte détiendra le droit de vote des actions affectées et transmettra au *trustee* de l'ESOP ses instructions de vote<sup>308</sup>. Pareillement pour la cession des actions, dans le silence de la loi la plupart de ces organismes prévoient la possibilité aux salariés de céder leur actions à un tiers.

---

<sup>306</sup> Chaplinsky S., Niehaus G., « *The Role of ESOPs in Takeover Contests* », *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 4, septembre, 1994, pp. 1451-1470

<sup>307</sup> *Ibid.*

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

Pour ce qui est des *unallocated shares* plusieurs thèses ont été développées : la première défendue dans l'arrêt *Danaher Corp. V. Chicago Pneumatic Tool Co.*<sup>309</sup> par le Ministre du travail considère que le *trustee* en charge de l'ESOP détient le droit de vote et de céder les actions et exerce son pouvoir de façon indépendante ; la deuxième approche, adoptée par certaines sociétés telles que J.C Penney et Polaroid<sup>310</sup>, consiste à défendre l'idée que le *trustee* en charge de l'ESOP doit exercer le droit de vote et le droit de cessions de façon identique et dans les mêmes proportions que pour les *allocated shares*. Enfin, la troisième approche considère que le *trustee* doit exercer le droit de vote et le droit de cession attachées aux actions, conformément à ce qui a été majoritairement décidé par les *allocated shares*.

Les FCPE ou ESOP ont des effets dissuasifs sur les offres publiques de prise de contrôle. Leur création peut rendre plus difficile la réalisation d'une OPA hostile. En effet, ils ont pour effet de créer dans l'actionnariat de la société cible un bloc d'actions « en théorie » stable et loyal car détenu par les salariés. En effet, l'actionnariat salarial fait un investissement sur le long terme dans le but de participer à la gestion de la société employeur. Comme l'a souligné la *Chancery Court* du Delaware dans l'arrêt *Polaroid*<sup>311</sup>, les salariés sont davantage préoccupés par l'intérêt à long terme de leur société et donc moins susceptibles de céder leurs actions face à une offre publique d'achat hostile qui ne leur offrirait que d'une plus-value à court terme.

De plus, le rachat d'une entreprise étant bien souvent vu de façon très négative par ses employés dans la mesure où les fusions se soldent régulièrement par des réorganisations et des plans sociaux. Ainsi, les salariés sont peu enclins à céder leurs actions en cas d'Offre Publique d'Achat hostile.

Le droit du Delaware est d'autant plus efficace pour dissuader d'éventuels acquéreur. En vertu de la Section 203 du Delaware General Corporation Law, il est interdit à un acquéreur d'une société cible de réaliser une opération de restructuration et notamment de fusion avec ladite société cible, pendant une durée de 3 ans à compter du moment que l'acquéreur détient 15% de son capital (sauf autorisation du conseil des directeurs ou s'il acquiert au moins 85% des actions de droit de vote de la société cible). Ainsi, dans l'hypothèse où, l'ESOP détienne

---

<sup>309</sup> 635 F. Supp. 246 (S.D.N.Y 1986)

<sup>310</sup> *Chaplinsky S., Niehaus G, op. cit.*

<sup>311</sup> *Shamrock Holdings Inc. V. Polaroid Corporation*, C.A. no. 10,075 , Del. Ch., janvier 1989

plus de 15% des actions d'une société cible du Delaware, la réalisation d'une OPA hostile sera fortement compromise.

Une fois la mise en place de ces plans et face à une OPA hostile, la société cible pourra alors émettre des titres au profit de ces organismes afin de diluer la participation du raider hostile. L'adoption d'un ESOP ou FCPE se fait à titre préventif mais la stratégie de défense contre une prise de contrôle hostile se fera postérieurement à la mise en place de ces plans en émettant des actions au profit des salariés de la société-cible.

Cependant, aux Etats-Unis nombreuses cours conditionnent la validité de cette défense à la preuve apportée par les dirigeants que l'opération soit bénéfiques aux actionnaires également.

A l'effet de résister à une OPA hostile lancée par Ropak Corporation, les directeurs de Buckhorn Inc. avaient décidé, entre autres mesures défensives, de créer un ESOP auquel la société Buckhorn Inc. envisageait de céder un pourcentage de son capital. Dans un arrêt *Buckhorn Inc. v. Ropak*<sup>312</sup>, le tribunal a interdit la cession d'actions au profit de l'ESOP au motif que le conseil des directeurs l'avaient mis en place dans le but de faire échouer l'offre hostile et de permettre aux dirigeants de la société cible de préserver leurs positions dans ladite société. Le tribunal considérait que si les dirigeants ont le droit de mettre en place des stratégies défensives bénéfiques pour les salariés, parallèlement ces mesures ne devaient pas être prise au détriment des actionnaires. Il fallait ainsi vérifier certaines données, telles que le moment de la création de l'ESOP, son impact financier sur la société, l'identité des *trustees* en charge ou la façon dont assuré le contrôle des actions détenues. Le tribunal critiquait le fait que l'adoption de l'ESOP n'a été faite qu'après le lancement de l'OPA hostile et de ce fait les actions avaient été achetées sur le marché à un prix inférieur que celui contenu dans le projet d'offre hostile et que les dirigeants étaient dans l'impossibilité de démontrer l'intérêt pour les actionnaires de la création de l'ESOP.

Dans l'arrêt *Polaroid*<sup>313</sup>, la *Chancery Court* du Delaware a jugé que l'émission par la société Polaroid d'actions représentant 14% de son capital au profit d'un ESOP était valide. Le tribunal s'est interrogé sur le problème de savoir si les directeurs, en choisissant l'adoption

---

<sup>312</sup> 656 F. Supp. 209 (S.D. Ohio)

<sup>313</sup> v. note n°251

d'un ESOP, avaient pris leur décision en parfaite connaissance de cause (« *fully informed* »<sup>314</sup>) et s'ils bénéficiaient de la protection du *Business Judgement Rule*. La critique du tribunal face à la constitution d'un ESOP tenait au fait que l'adoption de ce plan était contestée au sein de la société et que son adoption ne pouvait être considérée comme raisonnable compte tenu de la menace de prise de contrôle qui pesait sur la société.

Malgré ces critiques le tribunal a validé la mise en place de l'ESOP du fait que du point de vue des actionnaires, ce plan était neutre car financé par les salariés et non par les actionnaires. De plus, le prix auquel les actions avaient été cédées n'étaient pas déraisonnablement bas.

Ainsi, les dirigeants des sociétés du Delaware peuvent adopter un ESOP comme mesure défensive mais tout en prenant de sérieuses précautions. Etant donné que l'ESOP doit être constitué dans l'intérêt des actionnaires, une société cible ne peut mettre en place un plan qu'à titre préventif avant le lancement de toute OPA hostile. Une fois mise en place, l'émission de ses actions, et donc la stratégie de défense face à une OPA non désirée, doit être bénéfique pour les salariés.

De plus, un ESOP ou FCPE ne peuvent être efficaces qu'à la présence de certaines caractéristiques au sein des sociétés cotées cibles. En effet, selon Patrice Leclerc, président de l'Assact SG<sup>315</sup>, l'efficacité de ces plans en tant qu'arme anti-OPA est soumise à 5 conditions :

- le capital de l'entreprise est dispersé ;
- les salariés sont un des actionnaires de référence ;
- les cadres sont présents en masse dans l'entreprise ;
- la culture d'entreprise est forte ;
- les salariés de l'entreprise ont une vision du futur différente de celle de l'acquéreur.<sup>316</sup>

Ainsi un capital peu dispersé ou une société cotée non imprégnée d'une culture de l'entreprise ou salariale ne pourra mettre en œuvre une défense anti-OPA efficace par le biais de ses salariés. Ainsi selon P. Leclerc, cette défense n'est efficace que pour certains types de sociétés répondant à ces critères.

---

<sup>314</sup> v. note n°251

<sup>315</sup> Association des salariés et anciens salariés actionnaires de la Société Générale

<sup>316</sup> <http://www.assact.org/Biblio/evenements/colloque-LILLE.pdf>

D'autre part, ce bouclier anti-OPA reste une arme aléatoire, les salariés actionnaires pouvant parfois se comporter en spéculateurs. Comme précité, l'ESOP américain donne la possibilité aux actionnaires de céder leurs actions aux tiers et ceci en toute confidentialité. La société cotée n'est alors jamais à l'abri d'une nouvelle présence hostile au sein de son assemblée générale des actionnaires.

Après avoir analysé les défenses préventives ainsi que les défenses réactives, il incombe de savoir jusqu'où les dirigeants des sociétés cotées américaines et françaises peuvent-ils aller dans leur stratégie de défense ? Ont-ils des principes à respecter et au regard desquels leur actions seront limitées ? Cette limite est-elle dans l'intérêt des actionnaires ou de la société ? Enfin, le droit américain est-il plus protectionniste de ses actionnaires que le droit français ?

### PARTIE 3 : LES OBLIGATIONS DES DIRIGEANTS EN PERIODE D'OFFRE PUBLIQUE

Malgré la liberté apparente des dirigeants américains, la gouvernance d'entreprise oblige les dirigeants à se comporter et à prendre des mesures défensives favorables aux actionnaires (Chapitre 1). Le droit français quant à lui, limite les nouvelles compétences des dirigeants françaises au respect de l'intérêt social (Chapitre 2).

#### CHAPITRE 1 : LE CONTROLE DES MESURES DEFENSIVES PAR LE DROIT AMERICAIN

En droit américain, les sociétés cotées sont gérées par un *board of directors*, l'équivalent du conseil d'administration français, lui même composé de *directors* (administrateurs) qui ont été désignés à ces fonctions par le *shareholders' general meeting* (l'assemblée générale des actionnaires). Les dirigeants et administrateurs sont soumis à des obligations propres à leurs fonctions (Section 1) qui ont été élaborées par la jurisprudence sur le fondement du trust. Leurs obligations ne se limitent pas à la vie courante des affaires mais elles sont étendues en période d'offre publique (Section 2).

## Section 1 : Les *fiduciary duties*

Ces *fiduciary duties*, sont généralement classées en trois catégories principales.

*Duty of care* (le devoir de prudence)- qui oblige les dirigeants à se montrer attentifs et informés afin de pouvoir agir de manière éclairée. Lorsqu'ils prennent une décision concernant les affaires sociales, les dirigeants sont présumés agir de façon désintéressé, en étant pleinement informés, de bonne foi et croyant que cette décision est prise dans le meilleur intérêt de la société. Pour démontrer que le conseil n'a pas respecté son obligation de prudence, le demandeur doit prouver que le comportement du dirigeant a révélé une «négligence grave».

À la base, l'obligation de prudence peut être caractérisée comme l'obligation des administrateurs d'agir en connaissance de cause après avoir dûment examiné les documents pertinents et avoir procédé à des délibérations appropriées, La prudence signifie que les administrateurs doivent s'assurer qu'ils possèdent les informations nécessaires pour prendre une décision.

Bien que l'article 14 (e) du DGCL reconnaît que les administrateurs peuvent utiliser des experts externes pour les conseiller sur les questions juridiques et financières importantes, cette disposition ne permet pas pour autant au conseil de déléguer son obligation de prudence.

*Duty of loyalty* (ou devoir de loyauté)- qui impose aux dirigeants d'agir dans l'intérêt de la société et des actionnaires. Ceci inclut une obligation de ne pas agir d'une manière défavorable à ces intérêts en mettant un intérêt personnel ou les intérêts d'une personne à qui le directeur est redevable devant celui de la société ou des actionnaires. Le devoir de loyauté englobe également la notion de bonne foi. La loi du Delaware semblait considérer l'obligation de bonne foi comme un devoir fiduciaire indépendant. Mais, dans sa décision de 2006 *Stone v. Ritter*, la Cour suprême du Delaware a clarifié que « l'obligation d'agir de bonne foi n'établit pas un devoir fiduciaire indépendant »<sup>317</sup>. Ainsi, viole le devoir de loyauté un

---

<sup>317</sup> 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006).

administrateur qui agit intentionnellement dans un but autre que celui de servir les meilleurs intérêts de la société ou de ses actionnaires.

*Duty of disclosure* (ou devoir de transparence)-il soumet à un devoir d'information à l'égard des autres dirigeants et des actionnaires sur tout fait ou acte qui pourrait avoir un impact significatif sur le vote des actionnaires ou tout autre décision équivalente.

C'est ainsi dans ce cadre juridique que se sont élaborées les devoirs des dirigeants en période d'offre publique d'acquisition.

## Section 2 : Le Standard of Review :

C'est à la lumière du Standard of Review, que les juges américains établiront si le dirigeant a respecté ou non ses *fiduciary duties* lors de la mise en œuvre d'une défense anti-OPA.

Deux arrêts fondateurs seront analysés : (§1), l'arrêt *Unlocal v. Mesa Petroleum* qui est l'arrêt fondateur du droit des défenses anti-OPA au Delaware et (§2) l'arrêt *Revlon v. MacAndrews* qui précise les intérêts devant être protégés. Plusieurs dispositifs de perfectionnement se sont ajoutés à cette jurisprudence (§3).

### §1 : Arrêt Unlocal v. Mesa Petroleum :

L'arrêt *Unlocal v. Mesa Petroleum*<sup>318</sup> est la décision fondatrice en matière de défenses, celle qui a élaboré le principe d'un nouveau critère au regard duquel les décisions des dirigeants doivent être examinées : « *l'enhanced scrutiny* ».

Les faits étaient les suivants. La société Unlocal avait fait l'objet d'une offre lancée par la société Mesa. Cette offre excluait l'initiateur de l'offre publique. Elle présentait en outre l'avantage annexe d'endetter la société cible et donc de la rendre moins attrayante pour l'initiateur.

Face à une telle défense, la question qui se posait à la Cour Suprême du Delaware était de savoir quelle marge de manœuvre laisser aux dirigeants. Deux standards d'appréciation étaient à sa disposition : la « *business judgment rule* » et l'« *entire fairness* ».

Appliquer le critère de la « *business judgment rule* » revenait à laisser un large pouvoir d'appréciation des dirigeants. Ce principe a notamment été défini comme une « *présomption*

---

<sup>318</sup> v. note n°218

qu'en prenant une décision les administrateurs d'une société agissaient sur une base informée, de bonne foi et dans l'honnête croyance que la décision prise était dans les meilleurs intérêts de la société ». <sup>319</sup> Le business judgment rule est un principe de gouvernement des entreprises qui est utilisé comme un bouclier protégeant les dirigeants contre la mise en jeu de leur responsabilité. « Si les dirigeants bénéficient de la protection de cette règle, les Cours ne doivent pas interférer ou réviser leurs décisions. » <sup>320</sup> Ce principe, consiste donc en une présomption simple que les dirigeants agissent de manière diligente, de bonne foi et dans l'intérêt de la société. Il appartient donc à celui qui veut faire condamner les dirigeants de rapporter la preuve contraire.

Une alternative aurait pu consister à appliquer un critère dérivé de l'« *entire fairness* » traditionnellement utilisé en cas de conflit d'intérêts des dirigeants <sup>321</sup> - l'idée étant que les offres publiques feraient naître, par nature, un conflit d'intérêt entre dirigeants sociaux et actionnaires de la société cible, les premiers étant censés chercher avant tout la pérennité de leurs fonctions alors que les seconds chercheraient à maximiser la valeur de leur investissement. L'application de ce critère, aurait imposé aux dirigeants de démontrer leur entière bonne foi ainsi que le caractère parfaitement équitable de la transaction.

Pour sortir de ce dilemme, la Cour Suprême du Delaware fit référence à un nouveau critère, toujours utilisé depuis lors : celui de l'« *enhanced duty* » ou « *enhanced judicial scrutiny* », que l'on pourrait traduire par « *devoir renforcé* ».

Les dirigeants de la cible devraient prouver, en premier lieu, qu'ils avaient des motifs raisonnables de penser qu'existait un « *danger* » pour la société, en montrant leur bonne foi et leurs diligences raisonnables. La preuve de l'existence du « *danger* » incombe aux dirigeants.

En second lieu, les dirigeants de la cible devaient établir que la mesure de défense mise en place était raisonnable par rapport à la menace constatée, selon un test de proportionnalité.

En l'espèce, dans l'arrêt *Unocal*, la Cour a considéré que la mesure de défense satisfaisait les nouveaux critères.

---

<sup>319</sup> *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

<sup>320</sup> *Ibid.*

<sup>321</sup> L'arrêt *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 indique ainsi que « *When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain* ».



## §2 : L'arrêt Revlon v. MacAndrews :

Dans l'arrêt Revlon v. MacAndrews<sup>322</sup> se posait la question de savoir quels intérêts devaient être protégés en priorité par les dirigeants de la cible en période d'offre ?

En l'espèce, la société Pantry Pride avait lancé une offre d'acquisition sur la société Revlon au prix de 47,5 dollars par action<sup>323</sup>. Les banquiers conseils de Revlon exposèrent au conseil d'administration que le prix était inadéquat et que cette offre serait financée par la vente d'actifs de la société cible. En réponse, Revlon mit en place trois défenses. La première était une poison pill. La deuxième était une offre publique d'échange de ses propres actions contre des obligations, portant sur un tiers de son capital – étant précisé que les obligations « comportaient des engagements (*covenants*) de Revlon de ne pas s'endetter, vendre les actifs de la société ou payer des dividendes, sauf accord des administrateurs indépendants »<sup>324</sup>. La troisième était la recherche d'un chevalier blanc qui était la société Forstmann. En dépit du succès de l'offre publique de Revlon sur ses propres actions, qui alourdissait son endettement, Pantry Pride releva son offre à 56,25 dollars.

C'est alors que Revlon conclut un accord avec Forstmann, aux termes duquel ce dernier faisait une offre à 57,25 dollars, en échange d'une part des avantages rendant impossible la poursuite de son offre par Pantry Pride et d'autre part la levée desdits «*covenants*».

La Cour Suprême, saisie par l'offreur initial, fit droit à la demande de Pantry Pride. Elle considéra que, après que le prix avait atteint 53 dollars, il était devenu apparent qu'une vente des actifs de la société était inévitable<sup>325</sup>. Dans ces conditions, le rôle du conseil d'administration changeait de « *la préservation de Revlon en tant qu'entité sociale à la maximisation de la valeur de la société dans une vente au profit des actionnaires* »<sup>326</sup>. En acceptant la levée des « *covenants* » au profit de son chevalier blanc, Revlon avait en fait, Revlon avait reconnu que Forstmann pourrait avoir besoin de procéder à la vente d'actifs de Revlon pour financer l'offre. Dans ces conditions, la préservation de Revlon en tant qu'entité sociale ne pouvait plus être mise en avant pour justifier la mesure de défense.

---

<sup>322</sup> Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Delaware Supreme Court, 1986, 506 A. 2d 173

<sup>323</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 240

<sup>324</sup> Laurent-Bellue B., *op. cit.*, p. 240

<sup>325</sup> v. note n°324

<sup>326</sup> Laurent-Bellue B. *op. cit.* p.242

Ainsi, quand les administrateurs participent eux-mêmes à la mise en vente de la société, et que les prix ou les modalités de cession conduisent au démantèlement de la société, il n'est plus possible d'invoquer la préservation du de l'intérêt social (et des divers intérêts qui y sont attachés) pour défendre la société contre un initiateur au profit d'un chevalier blanc. Seuls comptent alors les intérêts des actionnaires.

### §3 : Le perfectionnement du Standard Review :

Trois questions ont en particulier fait l'objet de développements.

*Quand faut-il privilégier l'intérêt de l'actionnaire ?* La première question était de savoir quand exactement l'obligation de faire monter les enchères au profit des seuls actionnaires, obligation prévue par l'arrêt Revlon, trouvait à s'appliquer.

Dans l'arrêt Time-Warner<sup>327</sup>, La Cour rappela d'abord deux principes qui semblent très intéressants d'un point de vue français : en premier lieu, que le conseil d'administration : « n'est pas dans l'obligation de « maximiser la valeur actionnariale à court terme, et ce même dans le contexte d'une offre »<sup>328</sup> et en second lieu, que les administrateurs peuvent « déterminer que le cours actuel des actions n'est pas représentatif de leur vraie valeur ou qu'il peut y avoir plusieurs valeurs de marché pour une action »<sup>329</sup>.

*Quelles « menaces » justifient la mise en place de défenses ?*

La seconde question était de savoir quelles menaces pouvaient légitimement satisfaire le test de proportionnalité de l'arrêt Unlocal.

Les juges de l'arrêt Time-Warner précité ont affirmé, qu'ils rejetaient « l'argument selon lequel la seule menace pouvant résulter d'une offre en numéraire portant sur toutes les actions est la possibilité d'une valorisation inadéquate »<sup>330</sup>. L'utilité de l'arrêt Unlocal était sa « flexibilité » comme outil d'analyse en face des circonstances de l'espèce, en précisant que l'arrêt Unlocal ne devait pas conduire à une « procédure d'évaluation mécanique »<sup>331</sup>.

C'est donc au regard de ces principes jurisprudentiels que les dirigeants américains devront élaborer leur stratégies de défense contre une OPA hostile.

---

<sup>327</sup> Paramount Communications, Inc. V. Time, Inc., Delaware Supreme Court, 1990, 571 A. 2d 1140

<sup>328</sup> Weyd, *op. cit.*, p. 225

<sup>329</sup> *Ibid.*

<sup>330</sup> Weyd, *op. cit.*, p. 228

<sup>331</sup> *Ibid.*

## CHAPITRE 2 : LE RESPECT IMPERATIF DU DROIT DES SOCIETES

Loi « Florange » renoue avec la répartition de compétences classiques. Il s'en suit que les organes d'administration doivent aussi bien respecter la compétence de droit des actionnaires, qu'il conviendra de préciser (Section1), que l'intérêt social entendu comme l'intérêt de la société (Section 2)

Le nouvel article L.233-32, I, in fine, du code de commerce dispose que :

*“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.**”*

La suppression de la neutralité des organes de gouvernance est limitée aux « *pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société* ».

Le conseil d'administration ou le directoire doit respecter les pouvoirs des actionnaires et l'intérêt social de la société lorsqu'il adopte une décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre. En d'autres termes, il doit respecter les règles du droit des sociétés.

### Section 1 : Un respect impératif de la compétence de droit des actionnaires

Le respect de la compétence des actionnaires est impératif puisqu'il est clairement énoncé dans la loi « *sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales* ». Il n'existe aucune dérogation à cette limite.

Quels sont les pouvoirs «*expressément attribués*» aux actionnaires ? Le conseil d'administration ou le directoire est-il seulement habilité à prendre des mesures relevant uniquement de sa compétence ? Ou au contraire, est-il investi de certains pouvoirs dévolus aux actionnaires, comme ce que l'ancienne loi prévoyait pour l'assemblée générale ?

D'une part, selon l'article L.233-32 II alinéa 1<sup>er</sup> du code de commerce la compétence de l'assemblée générale extraordinaire pour l'émission des bons « Breton »<sup>84</sup> est conservée. Cet article n'a pas été modifié par la loi « Florange ». Ainsi, l'ancien dispositif s'applique, qu'il conviendra d'exposer brièvement. D'autre part se pose la question de savoir si les « pouvoirs

expressément attribués » aux actionnaires concernent uniquement les bons « Breton » ou s'il vise le respect des règles de compétence du droit des sociétés en général. D'autant plus que l'ancien article L.233-32, III est supprimé. Ce dernier disposait que les délégations de mesures susceptibles de faire échouer l'offre par l'assemblée générale sont suspendues pendant l'offre. Ainsi, l'article L.233-32 nouveau consacre également le maintien des délégations accordées par l'assemblée générale avant la période d'offres, ce qui réduit « les pouvoirs expressément attribués » aux actionnaires. Ce nouvel article consacre également l'absence de toute confirmation ou approbation.

### §1 : La portée des « pouvoirs expressément attribués » aux actionnaires

Le professeur Viandier explique que l'assemblée ordinaire ou extraordinaire conservait toutes ses prérogatives en période d'offre : augmentation de capital ou réduction de capital, modification des statuts, transformation en commandite par actions sous réserve de la mise en place d'une offre de retrait, fusion, scission, apport partiel d'actifs<sup>332</sup>. L'assemblée générale conserve donc ses pouvoirs pour adopter ce type de décision. Elle avait en plus, le soin d'autoriser des mesures qui relèvent de la compétence des organes de direction et qui peuvent faire échouer l'offre. L'article L.225-209 du code de commerce dispose que l'assemblée générale des actionnaires est l'autorité compétente en matière de rachats d'actions mais elle peut déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire dans la limite de 10% des actions. Cet article n'a pas été modifié par la loi « Florange ». Les actionnaires restent donc compétents. Sauf que désormais, en raison du maintien des délégations accordées aux organes de direction, il ne sera plus nécessaire de convoquer une assemblée générale pour mettre en œuvre cette mesure en période d'offre, si une délégation a été accordée.

En conclusion, les actionnaires doivent rester compétents pour toutes les questions de modifications statutaires ou de distribution d'un dividende.

Les actionnaires voient leurs marges de manœuvre réduites. Il est certes exprimé clairement que le conseil d'administration ou le directoire doit respecter les pouvoirs de droit des actionnaires mais, cela n'évite pas une importante restriction par rapport au dispositif antérieur. En effet, si les actionnaires conservent un pouvoir discrétionnaire pour mettre en œuvre les bons « Breton », ils perdent leurs prérogatives s'ils ont accordés des délégations à froid au conseil d'administration ou au directoire. Ils ne peuvent plus analyser l'impact d'une

---

<sup>332</sup> Viandier A *op. cit.*, n°2127,p.357

telle délégation. Ainsi dans ce dernier cas de figure, les actionnaires peuvent se retrouver démunis et ne plus pouvoir mettre en œuvre une mesure de défense ou faire part de leur approbation ou confirmation. Un rééquilibrage des pouvoirs est attribué au profit de nouveaux organes qui neutralise la compétence des actionnaires.

## §2 : L'impact d'un intérêt social élargi sur les pouvoirs des organes

La loi Florange a procédé à la substitution du terme « objet social » à « intérêt social ». L'article L.232-33 I. du code de commerce est dorénavant rédigé comme suit :

*“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.**”*

Ainsi se pose la question de savoir par quel intérêt le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance, doit-il être guidé ? Est-ce l'intérêt de la société cible ou l'intérêt des actionnaires ?

### A) L'intérêt social, une limite impérative et constante :

#### i) les conceptions de l'intérêt social :

En l'absence de définition légale, de nombreux débats doctrinaux se sont déjà penchés sur la question de savoir ce que signifiait l'intérêt social. Il semble nécessaire d'exposer brièvement les différentes conceptions.

L'intérêt social peut se concevoir de trois manières différentes. Soit comme étant assimilés à l'intérêt des seuls associés, soit comme correspondant à celui de la société prise en tant qu'entité distincte ou soit comme celui de l'entreprise considérée comme une réalité économique, humaine et financière qui englobe les intérêts de ceux qui contribuent à son associés, M. le Professeur D. Schmidt indique que :

*« La société est constituée dans l'intérêt des associés : elle n'est pas constituée en vue de*

*satisfaire un autre intérêt que celui des associés qui ont seuls vocation à partager entre eux le bénéfice social* »<sup>333</sup>.

En retenant cette conception, cela signifie qu'il existerait une restriction importante au renversement du principe de neutralité. En effet, la responsabilité civile de l'organe de société peut être engagée pour faute de gestion. Le conseil d'administration ou le directoire avec l'accord du conseil de surveillance ne pourra pas hypothétiquement adopter une mesure de défense anti-OPA qui contreviendrait à l'intérêt des associés. Par exemple, dans le cas où les associés sont majoritairement d'accord pour céder leurs titres et que l'offre répond aux exigences légales, ces associés auront la possibilité d'engager la responsabilité de ces organes sous réserve de réunir les conditions de la faute de gestion. En pratique, tels que le soulignent MM. Les professeurs Pietrancosta et Prat, l'intérêt des actionnaires devrait primer sur les autres intérêts dans l'avis du conseil d'administration.

Cette conception est de loin de faire l'unanimité. En effet, l'intérêt social peut être considéré comme distinct de l'intérêt des associés majoritaires, ou minoritaires. Il s'agirait de prendre en compte un intérêt propre de la société qui transcende celui des associés. De même, l'intérêt social perçu comme étant l'intérêt de l'entreprise est supérieur à l'intérêt des seuls actionnaires. D'autant plus que le professeur Viandier relève que les actionnaires sensibles au bénéfice d'une plus value peuvent rentrer en conflit avec l'intérêt de la société cible comprise comme l'intérêt de la globalité des parties prenantes<sup>334</sup>. Deux conceptions de l'intérêt social peuvent rentrer en jeu et être pourtant compatibles. Premièrement, l'intérêt des seuls actionnaires lorsqu'il s'agit des actes de défenses car les dirigeants ne sauraient priver les actionnaires de l'offre en raison du principe de non frustration. Deuxièmement, concernant l'expression d'un avis, d'une opinion, il s'agit de l'intérêt social au sens intérêt de la société qui doit prévaloir<sup>102</sup>. D'autant plus que l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF (RG AMF)<sup>103</sup> englobe aussi bien l'intérêt de la société cible, les actionnaires et les salariés lorsque le conseil d'administration ou de surveillance doit donner un avis motivé. Toutefois, dans l'affaire groupe André<sup>104</sup>, la cour d'appel de Paris déclare que :

*« (...) Il n'est pas interdit aux dirigeants d'une société de tenter de combattre l'action engagée par certains associés pour apparemment 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. »*

La conception de l'intérêt social pour les actes de défense, par le professeur Viandier,

---

<sup>333</sup> Schmidt D., « de l'intérêt social », *JCP E*, 1995, n°38, étude n°488, p.361

<sup>334</sup> Viandier A., *op. cit.*

concernait le régime ancien qui imposait un devoir de neutralité. En renversant le principe de neutralité, il demeure difficile de considérer l'intérêt social comme l'intérêt des actionnaires pour les actes de défense. Cette conception cause un profond préjudice aux actionnaires et ne respecte pas leur liberté à céder leurs titres.

ii) La définition retenue dans la loi de l'intérêt social :

Lors des travaux parlementaires, ce conflit entre les intérêts des actionnaires et la question du maintien des emplois ou de l'unité de l'entreprise est une question centrale qui a motivé le changement de régime. C'est pourquoi, dans le contexte de l'adoption de la loi « Florange », l'intérêt social doit s'entendre comme l'intérêt de toutes les parties prenantes et non pas seulement comme l'intérêt des actionnaires. En effet dans le rapport de Mme Clotilde Valter, l'objet de la loi « Florange » est de renforcer l'intérêt social et ainsi de :

*« valoriser le point de vue des acteurs ayant une véritable connaissance interne de l'entreprise, plutôt que celui d'actionnaires « de passage » et de limiter les décisions prises par les acteurs sans risques et qui ont pourtant d'importantes conséquences sur les acteurs en risques (les salariés) »<sup>335</sup>*

Enfin, la loi a fait le choix d'exprimer clairement « l'intérêt social **de la société** », ce qui a au moins le mérite de mettre fin aux débats doctrinaux sur la conception de l'intérêt social dans le cadre d'une mesure de défense suite à une offre publique.

Le conseil d'administration ou le directoire devra respecter la compétence de droit des actionnaires, sauf le cas où ces derniers accordent une délégation, qui sera maintenue. De plus, en adoptant une mesure de défense, les organes d'administration vont devoir rester dans leur champ de compétence tout en respectant l'intérêt social entendu clairement comme l'intérêt de la société. Il est évident que le but de la loi « Florange » n'est pas de protéger que l'intérêt des actionnaires. Ainsi, l'intérêt social devra être entendu largement mais ne pourra pas non plus aller totalement contre l'intérêt des actionnaires puisqu'ils rentrent dans la conception globale de l'intérêt de la société. Il convient d'analyser ainsi, les mesures de défense considérée comme contraires à l'intérêt social.

---

<sup>335</sup> Rapport de C.Valter, *op. cit.*

B) Le respect des principes généraux des offres publiques :

Les mesures de défense anti-OPA doivent également respecter les principes généraux des offres publiques, même si la loi ne le précise pas expressément. Ce respect doit se faire conformément au règlement général de l'AMF et de la jurisprudence de la cour d'appel de Paris. Le règlement général de l'AMF pose certaines prescriptions à l'article R231-3 : le déroulement ordonné des opérations, le libre jeu des offres et de surenchères, l'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des sociétés concernées, la transparence et l'intégrité du marché, la loyauté dans les transactions et la compétition. L'AMF est l'autorité compétente pour en assurer le respect. Par exemple à l'occasion d'une décision portant sur l'offre Aventis, elle a réaffirmé que si :

*Le principe selon lequel des mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet, elle considère qu'elle ne saurait accepter des dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles et dont l'usage serait susceptible de provoquer en réaction des enchaînements générateurs de grands désordres pour le marché ».*<sup>336</sup>

Le conseil d'administration ou le directoire devra respecter ces limitations du droit boursier. Une mesure de défense ne doit pas avoir des conséquences préjudiciables sur le marché et ne doit surtout pas favoriser un offrant en particulier. Le principe du libre jeu des offres et de surenchères est un principe essentiel du droit boursier en France. Le tiers doit être en mesure de déposer librement une offre concurrente à l'offre initiale et l'initiateur peut surenchérir sur sa propre offre en réponse à une offre concurrente. Ainsi, lorsque l'AMF et la Cour de cassation se réfèrent au libre jeu des offres et des surenchères, la jurisprudence sanctionne aussi bien le respect du principe d'égalité entre les compétiteurs que le principe de loyauté dans la compétition. Ce principe est également reconnu par la Directive OPA du 21 avril 2004 à l'article 3.b. Ces règles et le raisonnement de l'AMF pour l'offre Aventis, sont tout à fait transposables au nouveau cadre de compétences dans le sens où la mesure de défense doit respecter ces principes, sous peine de pénalités.

---

<sup>336</sup> AMF, déc. n°204C0544, 23 avril 2004



## CONCLUSION

En conclusion, les dispositifs de défense qui ont été étudiés montrent l'arsenal défensif dont disposent les sociétés cotées pour contrer toute offre publique d'achat non désirée. La mise en œuvre d'une défense ne sera jamais un obstacle absolu à une OPA hostile. Ce sont combinées, que ces stratégies de défense peuvent constituer un obstacle quasi-insurmontable.

Les stratégies préventives sont mis en place pour préparer la société à d'éventuelles tentatives de prise de contrôle. Les franchissements de seuils légaux, prévus par le droit fédéral américain ainsi que le droit français, permettent aux sociétés de connaître à l'avance les intentions de ses actionnaires, mais laissent également le temps nécessaire à la société de mettre en œuvre une stratégie de défense à la vue d'une montée inquiétante d'un ou des actionnaires dans son capital ou ses droits de vote. Ces franchissements de seuils bien que similaires sont plus protectionnistes des actionnaires en droit français car le franchissement de seuil d'un tiers du capital ou des droits de vote dans une société française, déclenche une OPA obligatoire qui se veut favorable aux actionnaires minoritaires car ils peuvent, dès lors, bénéficier de jeu de l'offre et de ses surenchères. Cependant, le droit américain ne prévoyant pas d'OPA obligatoire est plus efficace pour les défenses mises en places par les dirigeants des sociétés cotées. En effet, malgré la possibilité de dispenses d'OPA obligatoire qu'offre le droit français, le droit américain, ne prévoyant pas d'OPA obligatoire, laisse une plus grande marge de manœuvre aux dirigeants dans l'organisation de leur défense. L'exemple des franchissements de seuils au regard de l'analyse comparative, n'est qu'un exemple parmi tant d'autres de l'efficacité de la législation fédérale comme du Delaware quant à la mise en œuvre de défenses anti-OPA. En effet, le droit nord-américain propose des mécanismes de défense contre les OPA hostiles que le droit français prohibe. Un autre exemple que l'on peut citer est le système des poison pills, longtemps accepté par nombreux Etats américains, il n'a été « transposé » qu'en 2006 par le dispositif Breton. Ce n'est qu'en 2006 que les sociétés françaises ont eu à leur disposition un arsenal qui pourrait concurrencer les poison pills américaines. La vente des actifs stratégiques est encore une fois plus facile à mettre en œuvre aux Etats-Unis qu'en France, car la notion de l'intérêt social français se heurte à la réalisation de cette défense.

Cette efficacité du droit nord-américain face au droit français quant à la mise en œuvre des défenses anti-OPA n'est rendue possible que par la liberté d'action des dirigeants américains.

En effet, les dirigeants américains sont protégés par la *business judgement rule* qui leur laisse une large manœuvre d'appréciation quant aux mécanismes de défense qu'ils devraient adopter. Le droit du Delaware, contrairement au droit français, instaure une réelle présomption de bonne foi des dirigeants américains. Présomption simple, certes, selon laquelle la mesure adoptée par les dirigeants a été prise de bonne foi, en connaissance de cause et dans l'intérêt des actionnaires de la société. Désormais, avec la loi Florange, qui projette aux devants de la scène les dirigeants des sociétés françaises, on peut prévoir que de nouvelles mesures de défense anti-OPA pourront être mises en place mais surtout qu'un réel contentieux de la responsabilité des dirigeants sera mis en place.

En effet, la grande liberté des dirigeants des sociétés cotées américaines est due au fait que leur responsabilité peut être engagée dès lors qu'ils violent l'un de leurs devoirs de prudence, de loyauté ou d'information. La place importante qu'occupe un dirigeant dans la société se fonde sur ces devoirs. Le droit français quant à lui, ne possède pas un encadrement juridique équivalent des actions des dirigeants. De ce fait, leurs actions sont plus limitées que celles des dirigeants américains car le droit français ne dispose pas du même contrôle sophistiqué. Ainsi pour éviter toute dérive, le droit français se limite dans ses défenses disponibles et dans leur efficacité.

## BIBLIOGRAPHIE

### ○ ouvrages généraux

#### **Droit français**

COZIAN M, DEBOISSY F., VIANDIER A., *Droit des sociétés*, LGDJ, 26ème ed., 2013

LE CANNU P., *Droit des sociétés*, LGDJ, ed. n°5, 2013

OHL D., *Droit des sociétés cotées*, Litec Professionnel, Lexis Nexis, ed. 2008

COZIAN M, *Précis de fiscalité des entreprises*, Litec fiscal, Lexis Nexis, ed. 2013

#### **Droit nord-américain**

PALMITER A.R., *Corporations –Examples and Explanations*, Wolters Kluwer, Law & Business, 6<sup>ème</sup> ed., 2013

### ○ ouvrages spécialisés et thèses

#### **Droit français**

AGRELLET P., GEOFFREY L., VIARNAUD J.C, *OPA et stratégies anti-OPA, une approche internationale*, éd. Eska, 1989, Paris.

ALBOUY M., BONNET C. , *OPA, OPE et LBO*, Finance, Economica, Paris, 2008

BARSI G., *les OPA en France droit et pratique*, Formation continue juridique, Nathan, 1988

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

DEXANT DE BAILLIENCOURT O., *Pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, Dalloz, 2012, Nouvelle Bibliothèque de Thèses, Vol. 115

#### **Droit nord-américain**

LAURENT-BELLUE B., *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.

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

### ○ **Encyclopédies**

Encyclopédies-JCI. Banque-Crédit-Bourse, Fascicule 1660, *Rachats d'actions ou de parts sociales - Programmes de rachat d'actions*, JurisClasseur

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

LAPRADE F.M., « *Action de concert* », JurisClasseur Droit commercial, Fascicule 614

### ○ **Revues**

#### **Droit français**

BENOIT G. « *La nouvelle holding d'Hermès sécurise le contrôle familial* », Option finance, 17 octobre 2011,

BERDOU A., « 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

BRUN TH., KADDOUCH R., « L'exception de réciprocité », *Journal des sociétés*, n°32, mai 2006, p.46

CAFRTIZ E., GENICOT O., « *Les recours des initiateurs d'offres publiques confrontés aux moyens de défense anti-OPA* », *BJB*, 2008, n° 2

CONAC P.-H., « *Franchissement de seuil* », Rep. Sociétés Dalloz, mars 2011, n° 87

CUNTZ N., « *Calcul des franchissements de seuils : comment l'assimilation des participations indirectes peut augmenter l'addition* », *Revue trimestrielle de droit financier*, 2013, n° 2.

DAIGRE J.-J. ET SENTILLES-DUPONT M., « *Pactes d'actionnaires* », GLN Joly Editions, 1995, n° 2.

GOYET C. , « *Les facultés offertes par l'actions de concert* », in, « *Dossier : L'action de concert* », *Journal des sociétés*, septembre 2008

LE NABASQUE H., « *Les mesures de défenses anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006* », *Rev. Sociétés* 2006

PORTIER P., NAVELET-NOUALHIER R., MATHIEU-BOUYSSOU M.-E., « *Libre jeu des offres publiques d'acquisition - Etat des lieux* », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 4, juillet 2002, dossier 100038,

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

SCHMIDT D., « *de l'intérêt social* », *JCP E*, 1995, n°38, étude n°488, p.361

SCHMIDT D., « *Précisions sur l'action de concert* », *Recueil Dalloz* 2009, p.2836

TORCK S. « *Offre publique obligatoire, action de concert et contrôle conjoint : chronique d'une pièce inachevée* », in *Mélanges de Philippe Merle*, Dalloz, 2013, p.725

VIANDIER A., « *La suspension des délégations d'augmentation de capital en cas d'offre publique* », *Rev. soc.* 2004, n°4, p. 783-93

VIANDIER A., « *La commandite par actions comme défense anti-OPA* », *Les Echos*, n° 18662 du 28 mai 2002,

### **Droit nord-américain**

BARONOFF S., « *The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty* », 93 *Yale LJ*, 1984, p.1093,

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

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

CHANDLER, WILLIAM B. , « *Hostile M&A and the poison pill in Japan : a judicial perspective* », *Columbia business Law review*, 2004

CHAPLINSKY S., NIEHAUS G., « *The Role of ESOPs in Takeover Contests* » , *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 4, septembre, 1994, p. 1451-1470

CHEMLA G., HABIB M.A., LJUNGGVIST A., « *An Analysis of Shareholder Agreements* », *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, n° 1, mars 2007, p. 93-121

GILSON RONALD J ., « *Unlocal Fifteen Years Later,* » 26 *Del. J. Corp. L.* p. 491- 93, 2001

KESSLER AMALIA D., « *Limited Liability in Context: Lessons from the French Origins of the American Limited Partnership* », *The Journal of Legal Studies*, Vol. 32, n° 2, The University of Chicago Press for The University of Chicago Law School, Juin 2003

LI ALBERT J., « *The Meaning of Item Four of Schedule 13D of the Securities Exchange Act of 1934 : A New Framework and Analysis* », *The Business Lawyer*, Vol. 52, n°3, p.851-884, American Bar Association, Mai 1997

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.

ROBINSON. J.W. , MAHONEY J.D., « *Schedule 13D : Wild Card in The Takeover Deck* », *The Business Lawyer*, Vol. 27, No. 4, American Bar Association, p. 1107-1135, Juillet 1972

## ○ Jurisprudence

### **Droit nord-américain**

AC Acquisition Corp v. Anderson, Clayton & Co., 92, 942 Del Ch. 18/09/1986

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

Bath Industries Inc. v. Blot ; 427 F.2d 97 (7th Cir. 1970)

Brophy v. Cities Serv. Co. 70 A.2d 5 (Del. Ch. 1949)

Buckhorn Inc. v. Ropak Corp., 656 F. Supp. 209 (S.D. Ohio)

CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Mgmt 08-2899-cv (2d Cir. 18 juillet , 2011)

CTS Corp. V. Dynamics Corp. of America, 481 U.S 69 (1987)

Egghead.com v. Brookhaven 194 F.Supp. 2d 232 (S.D.N.Y 2002)

Danaher Corp. V. Chicago Pneumatic Tool Co. 635 F. Supp. 246 (S.D.N.Y 1986)

GAF Corporation v. Milstein ; 453 F.2d 709 (2d Cir. 1971)

Gaylord Container Corp. S'holders Litig 753 A.2d 462 (Del. Ch. 2000)

Jewel Companies Inc. V. Pay Less Drug Stores Northwest Inc 741 F. 2<sup>nd</sup> 1555-9th Cir. (1984)

K-N Energy, Inc. v. Gulf Interstate Co., 607 F. Supp. 756, 770 (D. Colo. 1983)

Lines de Transcon v. AG Becker Inc 470 F. Supp 356 (S.D.N.Y.1979)

Mac Andrews & Forbes Holdings Inc. v. Revlon Inc, Nos. 353 & 353 (Del. 13/03.1986)

Norlincorp. V. Rooney, Pace, Inc, 744 F. 2d 255 (2d Cir. 1984)

Paramount Communications, Inc. V. Time, Inc., Delaware Supreme Court, 1990, 571 A. 2d 1140

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Delaware Supreme Court, 1986, 506 A. 2d 173

Roven v. Cotter, C.A 9840 (Del. Ch.,1988)

Santa Fe Indus, Inc v. Green 430 U.S. 462, 479-80 (1977)

SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985)

Shamrock Holdings Inc. V. Polaroid Corporation, C.A. no. 10,075 , Del. Ch., janvier 1989

Stone v. Ritter, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006).

Unlocal Corp. v. Mesa petroleum Co. 493 A. 2d 246 (Del. Supr. 1985).

### **Droit français :**

T. com. Paris, 16 mars 1992, *SA Saint-Louis, SPG. SA Nestlé, SA Demilac et autres* : RJ com. 1992, n° 1344, p. 209, note A. Couret.

CA Paris. 1<sup>re</sup> ch., CBV, 20 nov. 1991. *Sté Quadral et autres c/ Finmeccanica Int. SA et autres* : Bull. Joly, janv. 1992, p. 82.

CA Paris, 3e ch. sect. B., 18 mars 1988. *SA Cofitel c/SA Télémechanique électrique* : D. 1989, jurispr., p. 359, note F. Laroche-Gisserot : JCP E 1988, II, 15248, p. 525, note T. Forschbach.

CA Paris, 1<sup>ère</sup> ch. Sect. H, 13 sept. 2005, n°2005/04058

CA Paris, 2 avril 2008, n°2007/11675, Note Le Nabasque H

CA Paris 24 juin 2008, n°2007/21048, BJS octobre 2008, n°50, p.589

CA Paris, 15 septembre 2011

Cass. Com. 28 mai 2013, n°11-26423

COB, déc. 13 janv. 1970

AMF, déc. n°204C0544, 23 avril 2004

AMF, déc. N°206C0999, 24 mai 2006

AMF, déc. , n°207C1202, 26 juin 2007

AMF déc. , n°207C2792, 13 décembre 2007

AMF, déc., n°205C0262, 16 fév. 2005

AMF, déc. n°208C0048 du 8 janvier 2008

AMF, déc. n° 208C0715 du 16 avril 2008

AMF, déc.n°211C2288, 21 décembre 2011

○ **Articles et Publications**

<http://business.lesechos.fr/directions-financieres/0203529013780-actionnariat-salarie-un-bouclier-anti-opa-francais-100189.php>

<http://www.cms-bfl.com/Flash-info-Marches-de-capitaux--Declarations-de-franchissements-de-seuils--Assimilation-des-instruments-financiers-derives-denoues-en-numeraire-a-compter-du-1er-octobre-2012-01-10-2012>

<http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/HerzecaGallardo-IssuerStockRepurchases>.

[http://www.lemonde.fr/economie/article/2006/01/31/des-analystes-jugent-limites-les-moyens-de-defense-d-arcelor\\_736312\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2006/01/31/des-analystes-jugent-limites-les-moyens-de-defense-d-arcelor_736312_3234.html)

<http://www.linklaters.com/pdfs/publications/capitalmarkets/DebtTendersClientBriefing>.

SCHEURER S.« La répression financière – un moteur de la reprise des activités de fusion/acquisition ? »

WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, « *Takeover Law and Practice* », 2014



## ANNEXES

### Annexe 1

*The factors are:*

- (i) active and widespread solicitation of public securityholders;*
- (ii) solicitation for a substantial percentage of the target's outstanding securities;*
- (iii) an offer price representing a premium over prevailing market price;*
- (iv) firm rather than negotiable terms;*
- (v) solicitation contingent on a minimum amount of securities or subject to a fixed maximum;*
- (vi) an offer open for a limited period of time; (vii) pressure on public securityholders to sell;*
- and*
- (viii) public announcements preceding or accompanying purchases.<sup>337</sup>*

### *Traduction*

- (i) l'offre active et publique des porteurs de titres publics;*
- (ii) offre représentant un pourcentage important des titres en circulation de la société-cible;*
- (iii) un prix d'offre représentant une prime du prix de l'action par rapport au cours de la bourse;*
- (iv) Des termes fermes et non négociables;*
- (v) l'offre est subordonnée à un montant minimal de titres ou soumis à un plafond fixé;*
- (vi) une offre ouverte pour une période de temps limitée;*
- (vii) la pression sur les titres publics à vendre; et*
- (viii) les annonces publiques précédant ou accompagnant achats.*

---

<sup>337</sup> <http://www.sec.gov/rules/interp/34-43069.htm>

