

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2000-01

January 2000

*Les défenses anti-OPA après la
treizième directive*

Eddy Wymeersch

*The **Financial Law Institute** is a department within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.*

*The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.*

*For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:
<http://www.law.rug.ac.be/fli>*

Les défenses anti-OPA après la treizième directive

Eddy Wymeersch

Abstract

In the forthcoming European directive on take-over bids, provisions restrict the action of the target board to defend itself against the take-overs, especially by forbidding any action or “completing any action” that is likely to jeopardise the take-over. This provision will have significant impact on actual practice in several member states, as it sometimes was usual to issue subscription rights to controlling shareholders or to authorise the board to place additional securities in case of “an imminent and grave danger”. The limits of the prohibition of defensive techniques are analysed. However the directive does not prohibit defensive techniques, put into place before the take-overs is imminent, but not involving any board action. In a last section, the policy issues most underlying these rules are analysed, especially the contradiction between this prohibition of the so-called defensive action against the continuing validity of protective action. Also the differences with the U.S. attitude as to defences is mentioned.

Comments to the Author:

Eddy.Wymeersch@rug.ac.be

To be published in:

Hommage au Doyen Jean Stoufflet

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2000

LES DEFENSES ANTI-OPA APRES LA TREIZIEME DIRECTIVE

Commentaires sur l'article 8 de la future directive

Eddy Wymeersch
Professeur extraordinaire à
l'Université de Gand

I. LA "TREIZIEME DIRECTIVE"

1. En juin 1999, le texte du projet de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat ou d'échange, a finalement été arrêté par le conseil des ministres de l'UE, après des travaux préparatoires qui s'étalent sur plus d'une décennie. Le résultat est inévitablement un compromis, issu de nombreuses propositions et contre-propositions, marchandages, arbitrages, aboutissant finalement à une décision à majorité qualifiée¹. L'Espagne a officiellement marqué une réserve générale de nature politique: les motifs sont totalement étrangers à la directive mais portent le statut de Gibraltar. Techniquement, l'application de la directive à des sociétés établies ou fondées à Gibraltar pourrait soulever la question quant à savoir si les règles anglaises plutôt que les règles espagnoles seraient applicables². Comme il n'y a probablement pas de sociétés cotées à Gibraltar, la question est essentiellement politique. Au sommet d'Helsinki, en décembre 1999, les Etats ne sont pas parvenus à une solution à ce conflit.

On peut espérer que cette hypothèque sera levée dans un proche avenir, évitant ainsi que la directive elle-même ne doive être renégociée.

2. La directive introduit une série de règles relatives aux OPA et aux OPE. La directive n'établit pas en détail les différents incidents de procédure qui peuvent se produire au cours d'une OPA: elle se limite à établir quelques grands principes, qui laissent une assez large marge de manoeuvre aux Etats membres. Les principes que la directive introduit sont importants et de nature à influencer considérablement la pratique des affaires.

Deux dispositions joueront un rôle significatif dans le fonctionnement des sociétés cotées et des marchés financiers.

Il s'agit d'une part de la règle, fondamentale à bien des égards, de l'offre publique obligatoire³. Bien que la directive n'impose pas de seuil déterminé, la majorité des Etats membres introduira un seuil, variant de 30 à 33%, alors que quelques-uns préféreront plutôt fixer l'obligation à partir de 50%+, c'est à dire une fois que la majorité simple ait été acquise. La technique belge qui consiste à n'imposer l'OPA qu'en cas de modification du contrôle - à définir cas par cas - sous condition que le prix payé par le nouvel actionnaire de contrôle dépasse le prix du marché, n'a pas été retenue comme une alternative valable. La directive n'établit pas non plus des

¹ Sur base de l'article 95 (ancien 100 A, al. 1er) du Traité CEE.

² La directive contient des dispositions relatives à la désignation de la loi applicable lorsque les actions sont cotées sur un autre marché que celui de l'état où la société est établie: voy. art. 4 (2). Voy. X. BOUCOZBA, La loi applicable à l'offre publique d'acquisition, *Bull. Joly*, Bourse et produits financiers, 1999, 3.

³ La règle impose à celui qui acquiert seul ou avec d'autres personnes agissant de concert des actions qui lui procurent le contrôle d'une société cotée de lancer une offre sur toutes les actions restant dans le public à un prix équitable. La fixation du pourcentage d'acquisition du contrôle est laissée aux Etats membres.

remèdes particuliers: ainsi, bien qu'obligeant l'offrant à faire offre pour toutes les actions, elle n'établit pas les conditions de prix auquel cette offre devra être faite.

3. L'autre disposition qui retiendra l'attention est celle touchant aux défenses. Selon une traduction libre de l'art. 8, "les Etats doivent assurer qu'après qu'une OPA ait été annoncée, et jusqu'à la fin de l'offre, le conseil d'administration de la société cible s'abstient de finaliser ("abstain from completing") toute action autre que la recherche d'offres alternatives, laquelle action pourrait aboutir à faire échouer ("frustrate") l'offre, et notamment en interdisant l'émission d'actions qui pourraient empêcher l'offrant de saisir le contrôle de la société, à moins qu'une assemblée générale, convoquée spécialement et préalablement à la période de l'offre, l'ait autorisée".

Cette disposition empêche toute action de défense de la part du conseil et cela "in abstracto", sans tenir compte des motifs qui, dans le cas déterminé, auraient pu justifier une initiative défensive de la part du conseil⁴. Elle lui impose une obligation d'abstention, mais pas nécessairement de neutralité, puisqu'il peut rechercher d'autres offrants, et notamment faire appel à des "chevaliers blancs". Elle aura un impact considérable sur le déroulement des OPA, qui assez souvent déraillent sur la mise en oeuvre de techniques de défense qui, bien que mises en place par l'assemblée générale, sont effectivement appliquées par le conseil.

Des dispositions similaires existent déjà dans plusieurs législations nationales⁵, qui n'envisagent toutefois pas un objectif aussi largement formulé.

La nouvelle disposition communautaire aura un impact significatif sur la panoplie d'instruments utilisés par les sociétés qui désirent se défendre contre des OPA agressives. Le droit financier constitue, une fois n'est pas coutume, le levier qui guide le développement du droit des sociétés.

II. ANALYSE DE LA DISPOSITION DE L'ARTICLE 8

1. Actions visées

4. Que faut-il entendre par "... le conseil d'administration de la société cible doit s'abstenir de finaliser ("abstain from completing") toute action, autre que la recherche d'offres alternatives, qui pourrait faire échouer l'offre, et notamment de l'émission d'actions qui pourrait empêcher l'offrant de saisir le contrôle de la société,..."

Selon le préambule de la directive, la disposition vise à assurer que l'OPA puisse connaître un déroulement normal, sans pouvoir être rendue inefficace par des opérations de nature exceptionnelle de la part du conseil. Ceci n'interdit toutefois pas le conseil d'effectuer ses devoirs normaux de gestion de l'entreprise. On voit que la directive ne vise que des opérations assez exceptionnelles de la part du conseil qui seraient clairement de nature à faire échouer l'OPA.

Parmi celles-ci, il y a d'abord lieu de mentionner les augmentations du capital, réalisées en cours d'OPA, visant à diluer la participation de l'offrant, si possible en permettant à l'actionnaire de contrôle d'augmenter sa participation. Ces opérations ont constitué la technique de défense la plus utilisée tant en droit belge, qu'en droit

⁴ Voy. sur les différentes attitudes du conseil: K.J. HOPT, *Aktionärskreis und Vorstandsneutralität*, ZGR, 1993, 534-566.

⁵ Voy. Le City Code on take-overs and mergers, Rule 20.3 où figure une liste d'opérations expressément interdites, En France, l'art. 180, IV, L. Sociétés; A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 1999, n° 2045, 340 e.s. et T. FORSCHBACH, *L'augmentation de capital en cours d'offre publique d'achat*, *Rev. dr. banc.* 1990, 30.

néerlandais⁶. On pourrait y ajouter les clauses qui permettent au conseil de racheter des actions de la société en cas de "danger grave et imminent", même dans les limites tracées par la deuxième directive⁷. En principe, ces opérations sont décidées par le conseil d'administration, dans le cadre du capital autorisé. Elles seront dès lors interdites, à moins qu'elles aient été explicitement autorisées par l'assemblée générale durant la période de l'offre. Lorsque les nouvelles actions sont émises à la suite d'une décision antérieure de l'assemblée générale moins de 18 mois, l'interdiction ne serait pas applicable si les actions étaient placées dans le cadre du droit de préférence. On se rendra compte que le cas dans lequel le conseil pourra encore émettre de actions pendant la période d'offre ne pourra exercer aucun effet sur le déroulement de l'offre, et dès lors est inapte à servir de technique de défense⁸. Il en sera de même du rachat d'actions à titre de défense.

L'interdiction s'étend aux opérations sur le capital décidées préalablement, mais réalisées seulement après le lancement de l'OPA. Il s'agit notamment des augmentations du capital suite à l'exercice du droit de conversion inhérent à des obligations convertibles, ou de l'exercice de droits de souscription émis séparément⁹. Dans ces cas, le conseil d'administration doit en effet intervenir pour constater la conversion, ou l'exercice du droit de souscription, et doit requérir le notaire d'acter la modification des statuts portant sur l'augmentation du capital. Cette intervention du conseil est la "finalisation" d'une action entreprise suite à une décision de l'assemblée générale, intervenue avant l'OPA. Il s'agit de techniques de défense bien connues, que les rédacteurs de la directive ont voulu interdire. Cette interdiction est toutefois de nature à soulever un certain nombre de problèmes, voire de contradictions: ainsi, comment peut on obliger l'offrant d'étendre l'OPA aux valeurs représentant indirectement le capital: (obligations convertibles, warrants, et autres titres donnant potentiellement droit à des actions), qui doivent être prises en compte pour le calcul des majorités et dès lors pour établir le contrôle, alors qu'en même temps ces titres ne peuvent être convertis pendant la période cruciale. Ceci n'est-il pas de nature à en affecter la valeur? La fonction de protection anti-OPA de ces valeurs sera nécessairement affectée. Quant à leur valeur financière il est peu vraisemblable que dans le cours normal des opérations de bourse, cette règle ait une influence importante, au moins dans la mesure où l'OPA doit porter sur tous les titres donnant accès à des actions à droit de vote.

Certains ont déjà imaginé des techniques qui pourraient faire douter de l'application de l'interdiction. Ainsi, lorsque la directive exige l'intervention du conseil, ne peut-on éviter son application en déléguant le pouvoir d'augmenter le capital à certains administrateurs, voire même à des tiers?

Le fait que l'augmentation du capital est intervenue à la requête de deux administrateurs, ou d'un sous-comité du conseil, habilité à en constater la réalisation ne change pas l'application de la règle: ces organes agissent pour compte du conseil, et leurs actes lui sont attribuables. Il en va de même au cas où le conseil aurait directement mandaté un tiers, bénéficiaire du droit de souscription.

Toutefois, d'autres voies méritent d'être explorées: ainsi, ne pourrait-on imaginer qu'en vertu des statuts, une augmentation du capital, décidée par

⁶ Voy. les OPA sur Gucci (et l'arrêt de la Cour d'Amsterdam, 27 mai 1999, *Bull. Joly Bourse* 1999, 375; D. SCHMIDT, Le droit européen de la bourse et des sociétés en chantier, *Bull. Joly Sociétés* 1999, 874) et Générale de banque (pas de décision judiciaire). Comp. VIANDIER, o.c., n° 641, 107 (Aff. Casino).

⁷ Voy. l'art. 52 bis, § 1, alinéa 3 Lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

⁸ L'article 8, al. 2.

⁹ Dans la terminologie belge, ces droits sont désignés comme des "warrants" et en droit français, "bons de souscription". Quant au régime en droit français, voy. A. VIANDIER, o.c., n° 6636, 105.

l'assemblée générale et soumise à la décision du bénéficiaire du droit de souscription, soit constatée, non par le conseil, mais par un tiers indépendant, expressément mandaté à cet effet par les statuts? Dans une hypothèse philosophiquement plus raffinée, les droits pourraient être exercés à la demande d'un comité d'actionnaires, nommé par l'assemblée générale et chargé de veiller à la continuité ou à l'indépendance de la société? La réalisation de cette technique dépendra largement du droit national, non encore harmonisé. La directive, quant à elle, ne limite que les procédures de protection où le conseil d'administration intervient, mais ne s'oppose pas, ainsi qu'il sera expliqué plus loin, à la mise en place de techniques de protection, reposant sur l'intervention des actionnaires, ou de tiers.

Une technique comparable consiste à autoriser, de par la loi, l'émission de certaines catégories d'actions "sous condition". On pourrait imaginer que des actions seraient émises, mais que les droits qui en découlent resteraient suspendus jusqu'au moment où soit un fait déterminé se produise, soit le titulaire exprime la volonté de les exercer. Lorsqu'il s'agit d'actions de capital, leur émission pourrait se heurter à l'objection que selon la Deuxième Directive, le capital doit être libéré à concurrence d'un quart, ce qui pourrait être prohibitif¹⁰. L'émission de plusieurs catégories d'actions ne résoudra pas toujours le problème dans la mesure où certaines juridictions imposent une parité entre le capital et le droit de vote. Ainsi, le thème devient celui de l'émission d'actions à droit de vote différencié. Par ailleurs, il serait plus facile d'atteindre cet objectif en faisant appel à des actions non représentatives du capital¹¹.

Dans la pratique néerlandaise on admet des actions dites "prioritaires". Il s'agit d'actions qui confèrent à leur titulaire, la plupart du temps une fondation dite de "continuité", certains privilèges sur le plan de la composition du conseil y compris la nomination des membres, de la modification des statuts, ou de certaines autres décisions importantes de la société. Une telle "priorité" pourrait porter sur le droit de décider du changement de contrôle et notamment du caractère bénéfique ou non d'une éventuelle prise de contrôle. Lorsque le titulaire conclut au caractère nuisible de la prise de contrôle, certains moyens de défense pourraient entrer en vigueur. Comme il s'agit d'une technique de protection sans intervention du conseil il semble qu'elle devrait être considérée comme compatible avec la directive. Dans les autres juridictions, il faudrait vérifier sa compatibilité avec les autres règles du droit des sociétés.

5. Lorsque aucune intervention du conseil n'est requise, l'interdiction de la directive ne serait pas applicable. Cette hypothèse se présente dans le cas des obligations échangeables en actions, ces actions ayant été "logées" chez un tiers. L'exercice du droit de conversion ne requiert aucune intervention de la part du conseil. Le droit d'option conféré à un tiers sur des actions acquises par la société et tenues en portefeuille ne tombe pas sous l'interdiction non plus. En effet, le conseil n'intervient pas pour effectuer l'opération d'achat ou le transfert de propriété, puisque - par hypothèse - le droit du tiers est plein et entier dès la levée de l'option. Mais une option "put" sur des actions détenues en portefeuille propre tomberait bien sous le coup de l'interdiction. Quant à savoir si une intervention déterminée du conseil est requise, ceci est une matière qui relève essentiellement du droit national. Ainsi estime-t-on aux Pays-Bas qu'il est possible d'exercer une option "call" sans que l'émission subséquente des actions de préférence n'appelle l'intervention du conseil:

¹⁰ Art. 9.1 de la Deuxième Directive 77/91/CEE du Conseil, du 13 décembre 1976. En outre la prime d'émission doit être entièrement versée (art. 26, al. 2). Mais rien impose aux Etats membres d'exiger le paiement d'une prime d'émission ou de fixer le droit de vote en tenant compte de la prime.

¹¹ Celles-ci tombent en dehors du champ d'application de la directive.

en effet, il n'y pas de nouvelle décision d'émission¹². La terminologie utilisée par la directive enlève tout doute possible: toute intervention du conseil est interdite¹³.

6. Les paragraphes précédents ont surtout abordé les interventions du conseil sur le plan du capital et des actions. En fait, l'interdiction frappe également toute autre initiative du conseil touchant, de manière significative, le patrimoine de la société. Ainsi, le conseil ne pourrait pas intervenir pour vendre des actifs importants de la société, ou encore pour les grever par des engagements de nature à en détruire la valeur. La vente des "joyaux de la couronne" ou la technique de la "terre brûlée" ne peuvent être mises en oeuvre une fois l'OPA est engagée ou annoncée. Cette interdiction n'englobera pas les cessions qui font suite à des options accordées préalablement pour autant que celles-ci ont été valablement accordées. En effet, le conseil n'entreprend aucune action lorsque le titulaire de l'option acquiert les "joyaux de la couronne" à la suite de la levée de celle-ci.

Le fait que l'opération ne soit pas contraire à la directive n'affranchit pas du respect d'autres dispositions légales. Ainsi, une option d'achat, accordée à des conditions exorbitantes et destructrices de la valeur de l'actif concerné à une société tierce en dehors de la période de l'OPA ne pourra pas être considérée comme interdite par la directive, mais tombera normalement sous le coup d'autres interdictions sur la plan de la gestion des sociétés (abus de biens sociaux, interdiction de céder les actifs de la société sans approbation de l'assemblée générale¹⁴, ou encore, obligation fiduciaire du conseil).

2. Actions non visées

7. La portée exacte de l'interdiction ne manquera pas de soulever des controverses. En effet, l'interdiction s'applique-t-elle à toute action du conseil? Le conseil ne pourra-t-il plus s'adresser aux actionnaires pour les convaincre des aspects négatifs de l'offre? Ne pourrait-il pas non plus monter une campagne de presse pour exposer au grand public pourquoi il a décidé de ne pas recommander l'offre?

Un certain nombre d'éléments apparaissent de la directive. Ainsi le conseil pourra continuer à gérer la société sur une base normale, en donnant suite aux obligations normales préalablement encourues, mais en s'abstenant de toute opération de nature à mettre l'OPA en danger. On voit bien les difficultés que la règle peut causer, et comment des offrants potentiels pourraient exercer des pressions sur le conseil, créant des situations de chantage.

Le simple fait qu'il s'agit de l'exécution de décisions prises par l'assemblée générale voire même par le conseil, avant la période suspecte¹⁵, ne libère pas le conseil de son obligation de vérifier dans quelle mesure l'action à effectuer est de nature à mettre en danger l'OPA. Ainsi, le conseil qui avant l'OPA avait valablement convenu de céder une filiale importante, ou de contracter des emprunts majeurs, pourrait être sous l'obligation de suspendre l'opération dans la mesure où l'opération n'est pas entièrement finalisée. Une telle obligation étant imposée par des règles d'ordre public, elle ne devrait normalement pas exposer le conseil à des sanctions, par exemple sur le

¹² Voy. pour les détails: B.T.M. STEINS BISSCHOP, *De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen: een analyse aan de hand van artificering*, 1991, p. 200.

¹³ Ainsi, à juste titre, L. TIMMERMAN, *Een gunstiger klimaat voor zeggenschap van aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen*, R.M. Themis, 1999, 280.

¹⁴ BGH, 25 février 1982, BGHZ 83, 122 ("HOLZMÜLLER"), Voy. pour une décision similaire en droit français: Cass. Fr. 24 janvier 1995, *Bull. Joly* 1995, 321, et P. LE CANNU, La sous-filialisation abusive, *Bull. Joly* 1995, 303.

¹⁵ Autres que des augmentations de capital, qui ne sont permises que dans les limites mentionnées au n° 4.

plan des dommages intérêts pour non-exécution du contrat. Du point de vue de la pratique des affaires, on voit aisément combien une clause expresse pourrait être utile!

8. Le conseil ne devra toutefois pas nécessairement rester inactif devant une OPA qui n'emporte pas son agrément. Bien que le texte de la directive ne le mentionne pas expressément, il semble clair que le conseil peut utiliser tout moyen de défense, sans toutefois pouvoir consentir à des opérations qui rendent l'OPA juridiquement vaine, c'est à dire qui tendent à priver en fait les actionnaires de leur liberté de décision. Les campagnes publicitaires ou autres communications ne limitent pas la liberté de décision des actionnaires.

Selon certaines législations, le conseil est appelé à donner son avis sur le projet de prospectus tel que rédigé par l'offrant. Selon certaines lois, le conseil doit se prononcer sur l'offre, notamment en indiquant s'il estime l'offre favorable à la société¹⁶. Ces dispositions ne seront pas contraires à la directive: elle contribue à l'information correcte des actionnaires et à un débat plus transparent sur l'offre. Bien que cet avis peut influencer le choix des actionnaires, il ne limite pas leur liberté de choix¹⁷.

9. La directive a expressément dérogé à l'interdiction de défense pour les démarches entreprises par le conseil en vue de susciter une offre concurrente, voire même à la lancer lui-même. En fait, c'est la seule défense que la directive semble admettre. Telle que la règle est formulée, l'exception est limitative: seule la recherche d'une offre concurrente serait permise, mais pas la mise en oeuvre de techniques de défense qui peuvent aboutir à la recherche d'une offre concurrente. Ainsi la règle européenne est bien plus stricte que la règle comparable américaine, mentionnée ci-après.

On peut dès lors s'interroger si le conseil reste dans les limites tracées par la directive au cas où il s'efforce d'organiser l'opposition contre l'OPA, notamment en organisant, aux frais de la société, un syndicat de défense des actionnaires, ou encore en organisant une campagne d'information, visant à convaincre les actionnaires du caractère insuffisant de l'offre. Il pourrait également essayer de convaincre les actionnaires à s'organiser p. ex. dans un syndicat de blocage, visant à refuser que les actions ne soient offertes. On pourrait argumenter que même si ces interventions peuvent rendre l'OPA plus difficile, elles sont loin de l'empêcher, et dès lors on peut estimer qu'elles restent permises. Ceci est particulièrement vrai pour les batailles d'information: ne faut-il pas assurer que l'investisseur soit pleinement informé, et que le débat ne soit pas limité à quelques échanges de salves entre offrants?

Certaines OPA ont échoué à la suite du jeu d'un droit d'agrément, introduit dans les statuts de la société cible. Le droit belge, contrairement au droit français¹⁸, l'admet expressément, et impose au conseil, en cas de refus d'agrément de la part du conseil, de présenter un autre acquéreur disposé à offrir les mêmes conditions que celles offertes par le candidat jugé inapte. Ce type de défense est de nature à effrayer

¹⁶ Ainsi en droit belge, l'article 14 et 5 d l'A.R. du 8 novembre 1989 invite le conseil à prendre position sur le prospectus d'offre, notamment quant à savoir si celui-ci présente des lacunes, ou contient des informations qui pourraient induire en erreur.

¹⁷ Comme il ne s'agit que d'un avis, la Commission bancaire et financière belge a estimé que les règles relatives aux conflits d'intérêt ne sont pas applicables: voy. rapport annuel, 1997-98, 116-117; et Référé Comm. Bruxelles, 25 novembre 1999, *Revue de la Banque* 1999, 468 note H. DE WULF, estimant toutefois qu'en vertu d'un "principe général", les administrateurs de la société offrente qui sont également des administrateurs de la société cible (p.ex. dans un rapport société mère-filiale) ne peuvent pas prendre part à la délibération au sujet de l'avis. L'existence d'un tel principe en droit belge est très contestable.

¹⁸ Art. 3, al. 4, Règl. n° 89-03 de la Commission de opérations de bourse. Il s'agit d'une condition d'admission en bourse.

des offrants éventuels, et sert surtout à canaliser le débat sur le changement du contrôle vers les actionnaires de contrôle et leurs représentants au conseil. Cette intervention qui reste dans les limites de l'offre concurrente, ne semble pas interdite par la directive, au moins dans son esprit, sous condition que les actionnaires puissent vendre leurs actions aux mêmes conditions.

3. Techniques de défense v. techniques de protection

10. Alors que la directive interdit l'utilisation de techniques de défense, elle reste muette sur les techniques de protection. La distinction entre les deux catégories de techniques est assez floue et somme toute inexacte. Conceptuellement, on pourrait présenter les premières comme se rapportant aux mesures prises une fois que l'offre est en cours, alors que les techniques de protection sont mises en place pour éviter qu'une offre soit lancée. Lorsque la technique de protection anti-OPA exige l'intervention du conseil, on peut estimer qu'il s'agit plutôt d'une technique de défense, alors que la technique de défense qui ne requiert pas l'intervention du conseil sera classée plutôt parmi les techniques de protection. Sous réserve de cette distinction de terminologie, on peut résumer la situation future comme suit: les techniques de protection, connues dans toutes les juridictions européennes, restent permises, sous condition qu'elles n'exigent pas l'intervention du conseil.

Les techniques de protection sont très nombreuses et variées¹⁹. Il est impossible de les passer en revue, même de manière succincte. On les rencontre dans tous les Etats membres. Elles tendent à disparaître, dans certains pays. Mais le mouvement est loin d'être généralisé et certains pays se sont mis à rechercher de nouveaux moyens de protection maintenant que la directive interdira la plupart des moyens de défense. On se limitera à quelques lignes de force.

(a) Techniques différenciant les droits attachés aux titres

11. Aussi longtemps que la Communauté n'imposera pas la règle "une action, une voix"²⁰, les sociétés pourront continuer à émettre des titres dont les droits sont, conformément au droit national, fixés dans le statuts. Ainsi, l'émission d'actions sans droit de vote, à droit de vote multiple²¹, ou caractérisées par différentes limitations au droit de vote reste permise. Différentes catégories d'actions dont les droits de vote ne sont pas proportionnels aux apports de capitaux dans la société, servent souvent à titre de protection contre une OPA. Dans certaines juridictions nationales, ont rencontré l'éventail entier de toutes les hypothèses.

¹⁹ Pour une vue d'ensemble en droit comparé, on se référera à K. GEENS et J.M.M. MAEIJER, *Defensive measures against Hostile Takeovers in the Common Market*, Dordrecht, Nijhoff, 1990, 230 p. En droit français en particulier: A. VIANDIER, OPA, OPE et garantie de cours, 1999, n° 320, p. 57 e.s. et 320, 339; FLEURIET et ALLAN, *Les OPA en France*, 1991, p. 111 e.s.; G. BARSÌ, *Les OPA en France, Droit et pratique*, 1988, 113 e.s.; Th. BONNEAU et L. FAUGÉROLAS, *Les offres publiques*, 1999, 91 e.s. Voy également: COURET, HIRIGOYEN ET CABY, *Les OPA*, 1992, AGNELET, Viarnaud GEOFFROY, *OPA et stratégie anti-OPA: une approche internationale*, 1989; Loyette et Gide, *Les offres publiques d'achat, étude juridique des OPA et des OPE*, 1971; en droit allemand: K.J. HOPT, *Präventivmassnahmen zur Abwehr von Übernahme- und Beteiligungsversuchen*, FS Heinsius, W.M. 1991, Sonderheft, Sept. 1991, 22.

²⁰ Cette règle figurait dans la Proposition modifiée d'une cinquième directive fondée sur l'article 54 paragraphe 3 point g) du Traité CEE, concernant la structure des sociétés anonymes et les pouvoirs et obligations de leurs organes, art. 33 (principe de la proportionnalité du droit de vote par rapport à la fraction du capital représentée).

²¹ § 12(2) AktG. Des actions préférentielles peuvent être émises sans droit de vote (Vorzugsaktien).

L'émission d'actions permettant à leur titulaire d'exercer certains privilèges est une technique éprouvée dans certains pays. Ces actions sont attribuées soit aux fondateurs de la société, soit à une personne morale, qui incorpore ainsi la continuité de l'entreprise. Ces clauses, fort pratiquées en droit néerlandais, sont considérées comme défendues en droit allemand²². En droit néerlandais, il est admis que cette catégorie d'actionnaires peut jouir de droits particuliers au niveau des compétences de l'assemblée générale, p.ex. droit exclusif, d'approuver les modifications aux statuts, de décider de la dissolution de la société ou encore le droit de décider de l'affectation des bénéfices²³. Les conditions de cotation de la bourse d'Amsterdam limitent l'utilisation de ce type d'actions: la personne morale qui en est titulaire ne peut être contrôlée par les administrateurs de la société émettrice de ces actions.

Le droit de vote double est une technique connue essentiellement en France. Elle suscite un certain intérêt dans d'autres pays européens, essentiellement dans la mesure où elle permet de mieux fidéliser l'actionnariat. En effet, les chefs d'entreprise refusent de reconnaître comme actionnaires des entités qui disparaissent du registre des actionnaires aussi vite qu'ils y sont apparues. En revanche elle renforce outre mesure l'influence d'un actionnaire qui de fait contrôle la société. L'objection devient de nature politique lorsque cet actionnaire est une entreprise étrangère.

Certains pays connaissent des dispositions permettant de réduire le pouvoir de vote de certains actionnaires importants. Ainsi en droit allemand²⁴, les statuts d'un grand nombre de sociétés disposent qu'aucun actionnaire ne peut participer au vote pour plus d'un pourcentage déterminé d'actions, souvent fixé à dix pour cent. Une telle disposition limite fortement les possibilités de tiers d'acquérir le contrôle, au moins dans la mesure où l'interdiction est rendue également applicable aux personnes agissant par personnes interposées ou agissant de concert. Il faut toutefois remarquer que le législateur allemand a décidé d'abolir cette restriction au droit de vote²⁵, notamment afin de rendre les actions allemandes plus attrayantes pour les investisseurs étrangers.

Bien que souvent utilisées dans des sociétés non cotées, les clauses limitant la libre cessibilité des actions est peu efficace en tant qu'instrument anti-OPA. Signalons toutefois les clauses qui imposent une certaine qualité aux candidats actionnaires. Ainsi une société belge limite la libre cessibilité de ses actions aux seules personnes physiques, les personnes morales devant être agréées par le conseil. Des approches quantitatives similaires sont connues notamment aux Pays-Bas²⁶.

(b) Techniques intervenant au niveau de la gestion

²² Sur base du principe du traitement égal de tous les actionnaires (§ 53 a AktG.). Une exception est admise quant au droit de désigner des administrateurs, privilège parfois invoqué par les autorités publiques, actionnaires de certaines sociétés (Entsendungsrecht).

²³ Ces actions, appelés actions de préférence à but de protection (beschermingsprefs) sont émises par le conseil en vertu du capital autorisé, et sans devoir respecter le droit de préférence (art. 96a (2) du Code civil néerlandais, Livre 2) dans la mesure où elles ne participent pas aux mêmes droits (seulement premier dividende et partie du boni de liquidation). Un versement de 25% sur leur valeur nominale minimale suffit. L'encours total ne peut pas dépasser 50% des actions normales. L'émission a lieu à titre temporaire, en vue de parer une menace d'OPA; elles font l'objet d'un retrait par la société elle-même.

²⁴ Pour une étude illustrant l'effet d'une telle clause dans le cas de l'OPA de Pirelli sur la société allemande Continental, voy. Th. BAUMS, *Hostile takeovers in Germany. A case study on Pirelli vs. Continental A.G.*, Working paper of the Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, University of Osnabrück, n° 3/1993.

²⁵ Voir § 134(1)(2) et § 5 du Einführungsgesetz AktG.

²⁶ B.T.M. STEINS BISSCHOP, *o.c.*, p. 27, nt. 44.

12. Certains pays autorisent le conseil, en dehors de la période de l'offre, à conférer à des tiers, souvent une société amie, ou faïtière, certains droits relatifs aux actifs de la société cible, détruisant ainsi au moins potentiellement la valeur financière de celle-ci. Ces techniques posent des problèmes délicats sur le plan de leur compatibilité avec l'intérêt propre de la société, et celui des compétences du conseil de grever ainsi le patrimoine de la société. Le droit allemand adopte une attitude plutôt négative à ce sujet, estimant que de tels actes ne contribuent pas à la poursuite du but de l'entreprise; la vente en dessous du prix du marché, pourrait constituer un délit d'abus de confiance. En outre, la cession de la totalité ou d'une partie significative des actifs de la société à une filiale, même en dehors d'une période d'OPA, est soumise à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire, délibérant à une majorité des 3/4²⁷.

Une attitude plus favorable est trouvée en droit néerlandais. Sous condition que ces accords soient rendus publics, la validité en est admise. Le droit belge adopte une attitude comparable quant à toute clause se référant à un changement de contrôle, en exigeant que l'opération soit soumise à la décision de l'assemblée générale, et rendue publique²⁸.

(c) Techniques scindant droits associatifs et droits patrimoniaux

13. Certaines juridictions ont introduit, soit dans leur législation, soit dans la pratique, des techniques aboutissant à scinder les droits associatifs (surtout le droit de vote) des droits patrimoniaux (en fait, le droit aux cash flows futurs). En France, le législateur a reconnu la validité de la scission des actions en certificats d'investissement et certificats de droit de vote²⁹

Un système similaire est fort utilisé aux Pays-Bas. Il s'agit de la technique dite de "certification", pratiquée par un quart des sociétés cotées en bourse. Un organisme tiers, appelé "administratiekantoor" ("office d'administration") acquiert les actions à titre de gestion, sans en devenir propriétaire, et émet les certificats en contrepartie. Les actions, aussi bien que les certificats figurent dans ses comptes d'ordre. Les conditions d'exercice des droits dans le chef du titulaire des certificats sont fixées conventionnellement: ainsi les certificats sont souvent échangeables contre les actions; plus rarement un tel échange est restreint, voire même totalement exclu. Ce titulaire, souvent une fondation, exerce donc tant les droits financiers - pour lesquels il reste redevable envers les titulaires des certificats - que les droits associatifs, plus particulièrement le droit de vote. Les motifs de l'utilisation de cette institution sont nombreux: à l'origine, il s'agissait d'une technique d'organisation de l'assemblée générale, en vue de lutter contre l'absentéisme, ou encore pour pouvoir fractionner des actions à trop haute valeur nominale. Plus récemment, elle a uniquement été utilisée pour des objectifs de défense anti-OPA. Comme la fondation est souvent dirigée par des anciens administrateurs ou dirigeants de la société, ou de leurs sympathisants, on pourrait identifier cette technique comme introduisant une certaine forme d'autocontrôle. Ces dernières années plusieurs grandes sociétés néerlandaises, agissant sous la pression des marchés, ont abandonné la technique de la certification, seule l'action à proprement parler étant encore traitée dans les marchés.

²⁷ Cfr. BGH, 25 février 1982, BGHZ 83, 122 ("HOLZMÜLLER"), cité nte. 13.

²⁸ Art 17 bis de la Loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et règlement des offres publiques d'acquisitions. La loi stipule notamment: "Est nul tout droit conféré à des tiers par une société affectant son patrimoine ou donnant naissance à une dette ou à un engagement à sa charge, dont l'exercice dépend du lancement d'une offre publique d'acquisition ou d'un changement de contrôle exercé sur elle, si son octroi n'a pas été décidé par une assemblée générale ...".

²⁹ L. 3 janvier 1983 introduisant l'article 283, 1 dans la loi sur les sociétés de 1966.

(d) Techniques structurelles

14. Les techniques structurelles occupent une place de plus en plus importante comptent parmi les instruments de protection contre une OPA. Il s'agit de techniques - légales ou contractuelles - qui ne visent pas nécessairement à protéger la société contre une OPA mais qui en pratique aboutissent au même résultat, ce qui les rend plus aisément justifiables.

La plus forte des techniques structurelles découle de la formation de blocs majoritaires. Cette évidence mérite d'être signalée. On a constaté - à partir de données empiriques, au moins pour la Belgique³⁰ - que l'interdiction de certaines techniques de protection et le recours plus fréquent à l'OPA comme instrument d'acquisition du contrôle, a incité un bon nombre d'actionnaires importants à augmenter le pourcentage de leur participation, pour le porter au delà de la majorité simple. En droit belge, il a été jugé que le renforcement du contrôle, notamment en passant du contrôle de fait au contrôle en droit, ne constitue pas une modification du contrôle, et des lors n'entraîne pas l'obligation de lancer une OPA. Dans d'autres juridictions cette tendance a été freinée par l'obligation de lancer une OPA obligatoire en cas de dépassement de certains seuils, ou de renforcement du contrôle de fait.

Le choix pour la forme de la société en commandite par actions, connue au moins en droit belge, français, allemand, italien et suisse, aboutit, au moins lorsque les choses ont été structurées en ce sens, à protéger la société contre toute OPA agressive. Certaines juridictions imposent toutefois une OPA obligatoire en cas de conversion de la forme juridique de la société en SCA³¹.

Les systèmes de cogestion, imposés par le législateur tant en Allemagne qu'aux Pays-Bas, constituent des facteurs importants dans la résistance de la société à des velléités d'OPA agressive. Selon le système allemand, l'offrant, même après avoir acquis la majorité de la société, ne pourra pas révoquer la moitié des membres du conseil de surveillance représentant le capital, à moins d'avoir acquis trois quarts des actions. Il en est de même des membres du conseil de direction qui ne peuvent être révoqués que pour motif grave³². Aux Pays-Bas, où les membres du conseil de surveillance sont désignés par voie de cooptation, donc sans intervention de l'assemblée générale, l'offrant, même après avoir pu acquérir les actions en échange des certificats qu'il a acquis dans le cadre de l'OPA, ne pourra pas changer la composition de ce conseil, ni, par ricochet, celle du conseil de direction. Il est apparu récemment que certaines sociétés néerlandaises appartenant à la catégorie des sociétés cotées de dimension moyenne ou grande ont adopté volontairement le régime de la cogestion, essentiellement pour pouvoir ainsi bénéficier de la protection anti-OPA qui en découle de fait.

En droit allemand, ou suisse, la pratique de l'exercice du droit de vote par les banques auprès desquelles les titres doivent obligatoirement être déposés, mérite l'attention. A l'origine, cette pratique visait également à assurer à ce que les assemblées générales soient suffisamment nombreuses afin que les décisions puissent y être prises valablement. Selon les règles actuelles, les banques peuvent exercer le droit de vote attaché aux actions déposées auprès d'elles³³. En pratique, on constate que l'influence des banques dans les sociétés allemandes est fondée sur ce système de

³⁰ VAN DER ELST C., "Overnamereglementering en de ontwikkelingen in de Belgische aandeelhoudersstructuur", working paper (<http://www.law.rug.ac.be/fli/WP/wp1999-5.pdf>).

³¹ Ainsi en France: Règlement CMF art. 5-6-5; on rapprochera cette décision de l'arrêt Holz Müller, cité nte 13.

³² § 103 pour les membres du conseil de surveillance, § 84(3) pour les membres du conseil de direction.

³³ §§ 134 et surtout 135, AktG. La banque doit disposer d'une procuration écrite, valable pour 15 jours. Elle vote sans indication du mandant, et peut, si elle n'a pas reçu d'instructions, voter comme indiqué dans le document soumis à l'actionnaire.

vote par procuration, plutôt que sur leur participation directe dans leur capital par leurs clients³⁴.

Alors que la signification pratique des participations croisées a été fortement limitée par la Deuxième Directive, telle qu'amendée par la directive de 1992³⁵, le rôle des participations circulaires reste non négligeable dans la structure de certains groupes d'entreprises, notamment en Allemagne³⁶.

Enfin, signalons, au moins en ce qui concerne certaines OPA sur des sociétés allemandes, que les autorités politiques et les organismes syndicaux ont joué un rôle déterminant en vue d'orienter l'offrant vers une solution négociée, acceptable aux intérêts en présence. Devant des offres émanant de l'étranger, ces interventions se révèlent moins efficaces³⁷.

III. QUELLE POLITIQUE EN MATIERE DE DEFENSE ANTI-OPA ?

15. Bien qu'elle soit commune à plusieurs Etats européens, il est utile de consacrer quelques réflexions aux impératifs de nature politique qui sous-tendent cet aspect de la réglementation des OPA. En effet, n'est il pas contradictoire d'interdire les techniques de défense, alors que les instruments dit de protection restent parfaitement permis³⁸. Que faut-il penser d'une interdiction imposée au seul conseil, alors que l'actionnaire dominant de la société cible, qui subit tout autant l'agression de la part. de l'offrant, est totalement ignoré par la directive.

16. En premier lieu, on peut constater que l'interdiction de défense s'adresse uniquement au conseil, et ne concerne pas les actionnaires. Ceux-ci pourront toujours décider de refuser l'OPA, soit que, à leur avis, la société devrait suivre une voie indépendante ou qu'elle doit s'orienter vers d'autres alliances. C'est l'actionnaire, surtout l'actionnaire dominant qui est maître du jeu. Afin de réaliser son objectif, il pourra mettre en place tous moyens de défense, pourvu que ceux-ci ne fassent pas appel au conseil. A l'opposé du conseil, la liberté de manoeuvre du l'actionnaire dominant est illimitée. Evidemment, il devra agir de préférence avant que la bataille ne soit engagée, mais même en cours d'OPA il pourra toujours lever des options sur des actions qui ont été emmagasinées à son intention, ou encore, exercer des droit spéciaux attachés à certaines catégories d'actions.

Cette méfiance à l'égard des actes du conseil étonne: le conseil n'est il pas l'organe auquel les actionnaires ont confié la gestion de leurs intérêts et ceux de la société? Gérant les épargnes des actionnaires, c'est envers eux qu'il est responsable, et selon certains systèmes juridiques, tenu à des obligations "fiduciaires" qui peuvent être assimilées à celles du tuteur envers son pupille? Or, dans un des moments les plus critiques de la vie de la société, le conseil est mis hors jeu: il n'est plus jugé apte à

³⁴ Alors que la participation des banques ne porte que sur 10% de la capitalisation boursière totale, les pourcentages des votes émis par procuration dépassaient dans les 24 plus grandes entreprises à actionnariat dispersé plus de 60% (données de 1992), voy. Th. BAUMS et C. FRAUNE, "Institutionnelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine Empirische Untersuchung", AG 1995, tableau 6.

³⁵ Directive 92/101/CEE du 23 novembre 1992, JO., L. 347, 28 du 28 novembre 1992, 64-66.

³⁶ Voy. E. WENGER et C. KASERER, "German banks and corporate governance: a critical view", in: K.J. HOPT, H. KANDA, M.J. ROE, E. WYMEERSCH, S. PRIGGE, *Comparative corporate governance. The state of the art and emerging research*, Oxford, Clarendon Press, 1998, p. 507.

³⁷ On comparera, à titre d'exemple, l'OPA agressive de Krupp sur Hoesch, qui a abouti à un règlement à l'amiable, et l'offre de la société anglaise Vodafone sur la société allemande Mannesmann.

³⁸ A. VIANDIER, o.c., n° 336, 59, estime que les défenses dites absolues sont interdites parce que contraires au statut de la société cotée.

défendre leurs intérêts autrement que par des techniques de conviction. Il ne peut plus qu'essayer de convaincre les actionnaires, ses mandants, arguant par des déclarations fort éloquentes mais souvent peu efficaces que son plan industriel est meilleur, plus cohérent, plus porteur d'avenir que celui de l'offrant, que sa gestion est plus efficace et ses résultats supérieurs.

Très souvent, il aura beaucoup de mal à convaincre ses mandants: comment faire croire que la politique actuelle et passée est meilleure que celle envisagée par l'offrant, alors que celui-ci propose plus de 50% et que le cours de bourse actuel, considéré comme déprimé, s'est immédiatement adapté à nouvelle réalité? Bien que convaincu de la qualité de son projet d'entreprise et notamment de ses aspects sociaux, la future législation lui interdira de prendre des mesures qui pourraient contribuer à la défense des intérêts de l'entreprise, des "stakeholders", que ce soient les travailleurs, les créanciers ou tous autres intérêts qui pourraient souffrir à la suite de l'OPA (fournisseurs, communauté locale, etc.)³⁹.

L'explication à cette attitude très rigide est essentiellement due, semble-t-il au danger de conflit d'intérêt qui pourrait surgir entre le conseil et les actionnaires⁴⁰. En effet, en cas d'OPA, les administrateurs pourraient être tentés de défendre leurs intérêts propres au détriment de ceux des actionnaires. En rendant la société imprenable, ils pourraient faire subir une perte aux actionnaires, leur faire perdre une chance, tout en sauvegardant leur propre position sociale et financière. Finalement la règle vise alors à combattre certaines violations du devoir fiduciaire de l'administrateur. Celui-ci consiste en premier à prendre soin des intérêts de ceux qui lui ont confié leur épargne, et cela sans regarder son intérêt propre.

En condamnant le conseil à une obligation de neutralité, on dérobe aux actionnaires leurs meilleurs défenseurs, en fait ceux qu'ils ont choisi eux-mêmes pour les défendre. Tout en admettant qu'il faut éviter que le conseil puisse sacrifier les intérêts des actionnaires aux siens propres, on lui refuse en même temps de lutter pour leur défense.

17. Lorsqu'on compare la position du conseil d'une société cible dans la législation européenne à celle d'un conseil d'administration d'une société américaine qui fait l'objet d'une OPA, on ne peut qu'être frappé par les différences fondamentales. Selon le droit - essentiellement jurisprudentiel - de plusieurs Etats américains, notamment du Delaware, le conseil d'administration, confronté à une OPA peut suivre plusieurs voies. Il peut décider ou être amené à vendre la société, auquel cas il doit prendre toutes les mesures utiles pour défendre les intérêts financiers des actionnaires⁴¹. C'est dans ce cadre-là qu'il peut introduire des "pilules empoisonnées", placer des actions "rachetables" entre les mains des tiers, ou mettre en oeuvre d'autres techniques, toutes destinées à augmenter l'appétit de l'offrant, à faire monter son prix, ou susciter l'intérêt d'autres offrants. Une fois engagé dans la voie de la vente publique⁴², le conseil ne devra pas rester paralysé devant le premier

³⁹ La directive ne fait presque pas mention des aspects sociaux des OPA: voy. art. 8(1)(B).

⁴⁰ K.J. HOPT, *Aktionärskreis und Vorstandsneutralität*, ZGR, 1993, 534-566 développe ces arguments en détail.

⁴¹ Parmi les cas classiques, citons *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985), où la liberté de jugement du conseil a été affirmée, lorsqu'après être complètement informé il décide des mesures de défense; Dans *Time Inc. Paramount, Paramount Communications, Inc., et al. v. Time, Inc., et al.*, 571 A. 2d 1140 (Del. 1989), le conseil fut autorisé à refuser une offre dans le cadre de sa stratégie bien établie à long terme. Pour une vue d'ensemble, on consultera notamment: K. BYTTEBIER, *Het vijandige overnamebod*, Antwerpen, Maklu, 1993, 876 p.

⁴² On comparera avec *Revlon Inc. v. MacAndrews Forbes Holdings, Inc.*, Supr Ct Delaware, 1985, dans Cary et Eisenberg, *Cases and Materials on Corporations*, 1242 (7ème ed) où le conseil avait agi sans prendre suffisamment en considération les intérêts des minoritaires (il y avait en outre des arguments sur le plan des conflits d'intérêt).

offrant, mais pourra - voire même devra - rechercher les voies qui peuvent faire monter les enchères. En agissant ainsi, le conseil reste pleinement dans le cadre de ses fonctions, à savoir la défense des intérêts des actionnaires.

18. Mais plus important du point de vue de la philosophie de l'entreprise, il a été admis dans d'importantes décisions américaines que dans certaines hypothèses, le conseil pourra simplement refuser l'offre, et par conséquent, prendre les mesures qui peuvent l'empêcher juridiquement de réussir. Lorsque le conseil, après avoir dûment et objectivement analysé la question, est parvenu à la conclusion que la stratégie qu'il avait arrêtée auparavant est la seule valable pour l'avenir de la société, le fait qu'une OPA est lancée ne doit pas le faire changer d'avis. Dès lors, il pourra s'y opposer. A cet effet il faut que son plan stratégique soit crédible et cohérent, notamment parce qu'il a été arrêté préalablement à l'OPA et élaboré avec l'assistance d'experts externes.

Enfin et bien qu'il s'agisse d'un raisonnement fondamentalement différent, il faut mentionner que dans le droit de plusieurs états américains, les législateurs ont obligé les sociétés à prendre en compte les intérêts des travailleurs, des créanciers ou d'autres parties concernées⁴³.

Le conseil de la plupart des sociétés américaines n'est pas forcé de voir l'OPA se réaliser contre son gré sans pouvoir coup férier.

19. En Europe, au moins après la mise en oeuvre de la 13ème directive, la situation serait presque l'inverse⁴⁴. Bien qu'il doit agir en vue de défendre les intérêts des actionnaires, le conseil est ligoté: il ne peut rien entreprendre qui empêche les actionnaires de décider exclusivement en fonction de critères financiers, ou plutôt des conditions de l'offre à ce moment précis. Pas de considérations de politique d'entreprise, ni de rendement à long terme: c'est uniquement et seulement le cours de bourse évoluant sous l'effet de l'offre, qui sert de guide⁴⁵. Il n'y a donc pas de place pour des considérations stratégiques de la société cible, pour des stratégies alternatives ou à long terme; moins encore pour les autres parties prenantes, les travailleurs en premier lieu.

20. Cette approche uniquement financière du marché du contrôle des sociétés peut donner lieu à des réserves sur le plan politique. On peut s'attendre à ce que les législateurs européens introduisent, comme plusieurs de leurs homologues américains, des lois visant à limiter les effets des OPA notamment sur le plan social. Ceci ne serait pas nécessairement un bien: on remplace l'intérêt propre de certaines par le même intérêt des autres. Une autre tendance prévisible est la recrudescence de techniques de protection, plus efficaces et encore moins justifiables.

Une question plus fondamentale s'impose. Pourquoi l'Europe a-t-elle été prête à souscrire à une régime aussi libéral sur le plan des OPA? Cette politique a-t-elle fait l'objet d'un débat politique préalable? Quels sont les motifs sociologiques ou structurels qui ont incité les négociateurs, délégués par les gouvernements européens, à s'accorder sur une approche que certains n'hésiteront pas à appeler libertaire.

⁴³ "Constituency statutes" notamment la loi de l'état de la Pennsylvanie. Les lois de l'Ohio et de l'Indiana comportent des clauses selon lesquelles le conseil doit obligatoirement tenir compte d'un certain nombre d'intérêts extérieurs, parmi lesquels les actionnaires.

⁴⁴ Il faut toutefois remarquer que cette approche est déjà suivie en France (Règlement de la Cob, 89- 03, qui parle du "libre jeu des offres et de leurs surenchères" et du Rule 20. 3 du City Code).

⁴⁵ Voy. Art. 3(c) Directive: le conseil doit agir dans l'intérêt de la société en entier, et ne peut nier aux actionnaires la possibilité de décider sur les mérites de l'offre".

21. Plusieurs motifs se sont probablement trouvés à la base de l'interdiction de moyens de défense, tant dans les législations nationales que dans la directive européenne.

Sur le plan européen, il est logique que la directive s'attaque à tous les obstacles qui peuvent empêcher les opérations transfrontières. Bien que les opérations de contrôle n'y soient pas explicitement soumises, il s'agit d'une facette d'une politique qui se situe dans la ligne droite de la liberté d'établissement, règle fondamentale dans la voie de la construction européenne. Toutefois, la mesure est incomplète et dès lors manque de logique: en effet pourquoi défendre au conseil de se défendre, alors que l'actionnaire dominant peut continuer à se barricader derrière de très hauts murs de protection?

Une deuxième explication est plus plausible: il s'agit de la matière des conflits d'intérêt. Il faut en effet interdire au conseil de préférer ses propres intérêts à ceux de ses mandants. Selon cette explication également, on comprend mal pourquoi l'actionnaire dominant pourrait continuer à se protéger, alors que le conseil ne peut plus s'ériger en tant que défenseur naturel de tous les actionnaires? N'aurait-on pas mieux fait d'exiger que le conseil, sous sa responsabilité, prenne les mesures qui, au maximum, peuvent contribuer à protéger les intérêts des actionnaires? Une obligation positive en ce sens, explicitement imposée par voie de directive, et garantie par des sanctions judiciaires efficaces aurait sans doute renforcé la fonction du conseil, plutôt que de la réduire à un passivité difficilement compréhensible.

22. Un autre exercice peut consister à vérifier quelle serait l'effet théorique de la règle sur les sociétés cotées en Europe, et cela en tenant compte de la structure de leur actionariat. Cette structure est assez différente de celle des sociétés américaines, ou anglaises, dont les actions sont largement dispersées. En outre, les principaux actionnaires de ces sociétés sont les investisseurs institutionnels, dont les portefeuilles détiennent jusqu'à 70% des actions cotées au Royaume-Uni, et moins de la moitié aux Etats-Unis.

Le tableau qui suit donne une indication sommaire de l'actionariat des sociétés cotées dans un nombre limité d'Etats européens. Le phénomène qui en ressort est relativement clair; sur le continent, la majorité des sociétés cotées sont dominées par un actionnaire, souvent un actionnaire majoritaire. En même temps, il y a un nombre limité de sociétés dont les actions sont fortement dispersées dans le public, ou, dans lesquelles aucun actionnaire ne détient plus de 25% des actions. La situation inverse existe au Royaume-Uni, où plus de 80% des sociétés ne connaissent pas d'actionnaires détenant plus d'un quart des actions.

TABLEAU

CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT EN EUROPE⁴⁶

	D	B	I	CH	SW ⁴⁷	N	F	UK ⁴⁸
plus de 50%	68	68	66	55	45	44	37	7
de 25 % à 50%	21	26	19	17	39	20	32	12
moins de 25%	11	6	15	28	16	36	31	81

⁴⁶ Voy. E. WYMEERSCH, "A Status Report on Corporate Governance. Rules and Practices in some Continental European States", in K.J. HOPT, e.a., *Comparative Corporate Governance*, 1200.

⁴⁷ Comptées à un seuil de 20%.

⁴⁸ Sur un échantillon de 425 sociétés.

23. Trois hypothèses de base peuvent être distinguées, selon le degré de concentration des actions: l'actionnariat peut être soit concentré, soit dispersé, soit dominé par des actionnaires importants bien que ne disposant pas du contrôle. Dans le premier cas, un actionnaire - ou à la limite quelques actionnaires agissant de concert - détient le contrôle en droit, détenant au moins la majorité des actions. Le deuxième cas est l'inverse: aucun actionnaire ne dispose d'une influence significative sur la situation, le marché étant le seul point d'orientation. Enfin la troisième hypothèse est celle où un ou quelques actionnaires disposent du contrôle dit "de fait", suffisant dans la vie normale de la société, mais pas en cas d'OPA.

Lorsque les actions sont largement répandues dans le public, le changement de contrôle n'est pas décidé par un seul actionnaire, mais est laissé à la décision de chaque actionnaire individuellement. Il n'y a pas de mécanismes d'action collective. Le conseil d'administration qui incorpore la volonté de tous les actionnaires pourrait suivre plusieurs voies. Il pourrait être tenté d'agir en vue de sauvegarder sa position propre: la directive a de bonnes raisons pour l'interdire. Toutefois, si le conseil veut entreprendre des démarches en vue de mieux protéger les intérêts des actionnaires, la directive limite fortement sa marge de manoeuvre. Dans l'hypothèse où le conseil estime que la société pourra être vendue, mais qu'il estime que le prix proposé n'est pas suffisant, il ne pourra que susciter l'offre d'un tiers - ce que la directive autorise - mais sans pouvoir lui-même prendre des mesures de défense, de nature à éviter que les actionnaires ne cèdent leurs actions à des conditions estimées trop peu favorables. En outre, lorsqu'il estime que le plan d'entreprise de l'offrant est inférieur à celui qu'il a lui-même élaboré, le conseil ne pourra pas défendre non plus sa propre politique, sauf verbalement, cela va de soi.

En conclusion, la directive, fait peu de confiance au conseil, et risque de sacrifier les intérêts de l'entreprise et de ses actionnaires aux aléas d'une contre-offre possible. Cette attitude négative à l'égard du conseil peut être mise en rapport avec l'absence d'une philosophie quelque peu développée dans la plupart des systèmes juridiques européens d'une notion bien définie d'obligations fiduciaires dans le chef des membres du conseil.

24. La deuxième hypothèse, de loin la plus fréquente sur les marchés européens, est celle où un actionnaire détient une participation majoritaire, ce qui lui procure le contrôle juridique de la société. Dans ce cas, le changement de contrôle est décidé par lui seul, le conseil n'intervenant pas dans la transaction. Par ailleurs, il est nommé exclusivement par l'actionnaire de contrôle et on le voit difficilement s'opposer à une décision prise par l'actionnaire majoritaire. Le conseil pourrait-il s'opposer aux plans de l'actionnaire de contrôle, notamment lorsqu'il, estime que les conditions offertes par l'offrant sont insuffisantes? Susciter une contre-offre sera généralement futile: dans la plupart des juridictions, la vente du bloc de contrôle est définitive, et la survenance d'une contre-offre ne libère pas les vendeurs de leur obligations contractuelles. Signalons toutefois, la règle développée en France selon laquelle le cédant d'une participation de contrôle peut toujours céder ses actions dans le cadre d'une OPA ultérieure⁴⁹. Ceci autorise-t-il le conseil à rechercher des contre-offres?

Concluons que dans le cas des sociétés juridiquement contrôlées, le conseil ne joue pas un rôle significatif en cas d'OPA. Ceci semble évident: les OPA dans des sociétés à actionnariat fortement concentré ne sont que des opérations de simple

⁴⁹ Il s'agit de la jurisprudence dans l'affaire de la Mutuelle du Mans, Assurance-Vie et a. c. Sté Office Commercial Pharmaceutique et a. (Paris, 1re chambre, 27 avril 1993, *J.C.P./E*, 1993, II 457, 157-162). La règle ne semble pas être suivie dans les autres juridictions, et n'est pas reprise dans la directive européenne.

rachat des minoritaires. La directive aurait pu s'engager dans la voie de la jurisprudence OCP en France: elle a préféré laisser le jeu entièrement dans les mains de l'actionnaire de contrôle, dont la puissance de négociation est ainsi fortement accrue.

25. La troisième hypothèse est celle où les actionnaires minoritaires constituent la majorité mais où un ou quelques actionnaires ont pu accumuler une participation importante qui leur procure de fait la majorité à l'assemblée générale. Cette domination leur permet de nommer la majorité si pas la totalité des administrateurs, et d'orienter ainsi la politique de la société. Cet actionnaire dispose d'un contrôle dit de fait qui se manifeste dans la vie courante de la société. En cas d'OPA, ce type de contrôle ne sera pas suffisant: parfois un offrant réussit à convaincre les investisseurs et acquiert le contrôle contre la volonté de cet actionnaire qui ne contrôle la société que de fait. Ceci illustre bien l'ambiguïté de la notion de contrôle de fait.

L'OPA sur une société contrôlée de fait peut être initiée soit par l'actionnaire de contrôle - impliquant une offre publique obligatoire qui fait suite à une cession privée de contrôle préalable - soit directement par une offre adressée au marché. Dans la première hypothèse, le conseil d'administration se rangera normalement de l'avis de son actionnaire de contrôle et ne s'y opposera que rarement, même si une telle opposition pourrait être dans l'intérêt de tous les actionnaires. On se trouve dans la même hypothèse que celle du paragraphe précédant.

Dans le second cas, l'actionnaire de contrôle essaiera de convaincre le conseil de prendre des mesures de défense, et de le protéger contre les visées prédatrices de l'offrant. C'est cette hypothèse que la directive a voulu combattre en interdisant au conseil de prendre des mesures de défense. Cette interdiction est d'autant plus étonnante qu'il pourra être d'avis que la politique qu'il s'est fixé lui-même est la seule défendable, tant pour la société que pour son entreprise. On peut facilement imaginer des hypothèses dans lesquelles le conseil pourrait exiger des conditions de reprise plus avantageuses et cela sans tenir compte des impératifs temporaires et passagers de l'actionnaire de contrôle vendeur. Il devrait dès lors être autorisé à barrer la route à l'offrant. Ainsi la directive annule le rôle du conseil comme protecteur naturel des actionnaires et indirectement déplace le centre de décision vers l'actionnaire de contrôle. Afin d'obvier à une alliance malsaine entre actionnaire de contrôle et conseil, la directive mine l'autorité du conseil, et lui enlève la possibilité de développer efficacement sa propre politique. Ainsi, elle le met plus fortement dans la dépendance de cet actionnaire.

On peut se demander si les rédacteurs de la directive ont clairement entrevu les effets de cette interdiction qui en introduisant une modification non négligeable dans le rapport de force entre conseil et actionnaires de contrôle, aboutit de fait à renforcer le contrôle de l'actionnaire dominant.

Conclusion

La règle qui impose la neutralité au conseil d'administration de la société cible en cas d'OPA aurait des effets non négligeables sur les comportements de sociétés. On peut s'attendre à un intérêt accru de la part de sociétés pour les techniques dites de protection, qui sont mises en oeuvre en dehors de toute intervention du conseil. Quant à la justification de la règle, elle est sujette à critique et mérite au moins d'être approfondie.