

# LE PROJET DE 13<sup>EME</sup> DIRECTIVE CONCERNANT LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

**Alain COURET**

Professeur à l'Université PARIS I - Panthéon-Sorbonne

Avocat associé - Bureau Francis LEFEBVRE

1. A l'heure de l'accélération dans la réalisation d'un marché intérieur harmonisé au sein de l'Union européenne, compte tenu notamment de l'introduction de l'euro et de la mondialisation des échanges, les entreprises ont de plus en plus tendance à s'internationaliser et à opérer des rapprochements avec des sociétés établies sur d'autres territoires ou cotées sur d'autres marchés.

Il est aujourd'hui, possible pour une entreprise de s'introduire en bourse sur des marchés autres que son marché national : Par exemple, la société italienne GUCCI est cotée aux Pays Bas et aux Etats-Unis, et pas en Italie ; la société SGS Thomson, société néerlandaise, a été cotée aux Etats-Unis et en France, alors qu'elle n'est pas cotée aux Pays Bas. De même, la société EADS, qui est une société de droit néerlandais, a demandé sa cotation en France, en Allemagne et en Espagne.

2. On assiste, d'autre part, depuis 1999 à une multiplication des offres publiques transfrontalières, qu'elles soient amicales comme : Rhône-Poulenc/Hoechst = Aventis ; Seita/Tabacalera = Altadis ; Dexia Belgium/Dexia France ; Usinor/Cockerill Sambre ; Allianz/AGF ; HSBC/CCF ; BNP Paribas/Cobepa ; Saint-Gobain/Chemfab (USA) ou inamicales, comme Vodafone/Mannesman, Caisse des Dépôts/Go-Ahead, OM Group/London Stock Exchange ou encore Lafarge/Redland qui a échoué. On peut encore citer la contre-OPA de l'allemand RWE sur l'espagnol HIDROCANTABRICO.

3. Actuellement, les dispositions des Etats membres de l'Union européenne en matière d'offres publiques sont très disparates, rendant parfois difficile la réalisation de ces opérations. Ainsi, à titre d'exemple les législations de l'Allemagne et des Pays Bas n'imposent pas le lancement d'une offre adressée à tous les actionnaires, lors d'un changement de contrôle. On a vu, dans ce contexte, le groupe Pinault acquérir 40% du capital de Gucci sans qu'il y ait obligation de mettre en œuvre une procédure d'offre publique <sup>1</sup>.

Au contraire, en France, l'acquéreur de la moitié du capital ou des droits de vote, lors d'une telle opération, est tenu d'acheter les titres des minoritaires au même prix dans le cadre d'une procédure de garantie de cours. Cette dernière procédure est également pratiquée au Royaume-Uni. Mais en Allemagne, l'acquéreur d'un bloc de contrôle peut opérer une décote de 25% pour l'offre adressée aux minoritaires. Et aux Pays-Bas, si l'acquéreur d'un bloc de contrôle décide

---

<sup>1</sup> Cf. Dominique SCHMIDT "Le droit européen de la bourse et des sociétés est encore en chantier", Bull. Joly Sociétés 1999 p. 874 et s. Arrêt de la Cor d'appel d'Amsterdam du 27 mai 1999, Bull. Joly Bourse p. 375 et la note Dominique SCHMIDT ; également X-D "Les enseignements juridiques de la tentative de prise de contrôle de GUCCI par LVMH" Dalloz Affaires 30 septembre 1999 p. 1402 et s.

volontairement de lancer une offre à destination des autres actionnaires, il n'est pas nécessaire que le prix de l'offre soit le même que le prix payé pour le bloc de contrôle.

Les législations de certains Etats membres permettent à la direction d'une entreprise de prendre des mesures défensives contre une OPA inamicale, avant même d'avoir consulté les actionnaires. D'autres ne le permettent pas.

En Allemagne, en cas d'offre publique d'achat, il n'est pas nécessaire d'établir une note d'information. Cette note est obligatoire en France. S'il s'agit d'une offre publique d'échange, une note d'information doit être mise à la disposition du public au moins un jour avant l'ouverture de l'offre ; en France, la même note ne peut être rendue publique avant le premier jour de l'offre <sup>2</sup>.

4. Un autre problème est lié à l'absence d'harmonisation des législations des Etats membres dans le domaine de la détermination de l'autorité de régulation compétente en cas d'offres publiques transfrontalières et des pouvoirs dont dispose cette autorité lors de l'opération. Ainsi, contrairement au Conseil des Marchés Financiers en France, le Take Over Panel britannique ne se préoccupe pas du prix proposé en dehors des offres obligatoires. Et en Espagne, l'autorité de marché ne peut déclarer une offre irrecevable que si l'information contenue dans le prospectus est insuffisante.

5. Une harmonisation est d'autant plus nécessaire que différentes places boursières européennes ont déjà annoncé leur rapprochement. La bourse suisse SWX a récemment annoncé (10 juillet 2000) son entrée, à hauteur de 38%, dans le capital de la bourse électronique Tradepoint, rebaptisée à cette occasion "Virt-X" dans le cadre de sa future transformation en plate-forme intégrée pour les blue-chips européennes.

Cette plate-forme devrait être opérationnelle dès le premier trimestre 2001 et permettra aux opérateurs de négocier, de compenser et de régler leur transaction. Virt-X offrira, également, aux investisseurs un système de règlement-livraison et de compensation complètement intégré, ce qui devrait réduire les coûts de transaction. La nouvelle plate-forme devrait traiter environ 600 valeurs tirées des principaux indices européens et bénéficiera d'emblée d'un statut d'opérateur reconnu par la Financial Services Authority (FSA), ce qui lui évitera les problèmes complexes d'harmonisation des systèmes de régulation nationaux.

EURONEXT regroupant les bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam est devenu une réalité depuis le 20 septembre. En revanche, IX qui devait naître de la fusion des bourses de Londres et de Francfort n'est plus qu'un projet en échec. De nouvelles alliances toutefois sont concevables.

6. On sait que la Commission européenne avait, dès 1989, proposé une directive d'harmonisation dans le domaine des OPA <sup>3</sup>. Cette proposition visait à instaurer, dans la

---

<sup>2</sup> Cf. Pierre AIDAN "Les sources du droit des marchés financiers" Thèse Nantes Septembre 2000 p. 253

<sup>3</sup> Cf. Odile CASSIOT "Les OPA : étude de la proposition de treizième directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat ou d'échange", Les Petites Affiches n° 112 - 17 septembre 1990, n° 113 - 19 septembre 1990, Caroline LONDON "OPA/OPE : la vraie communautaire ?" JCP E 1990.II.15762. A. PEZARD "Les projets communautaires en matière d'offres publiques", RD bancaire et bourse n° 22 septembre-décembre 1990 p. 231. S'agissant des textes eux-mêmes, - Proposition de treizième directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat ou d'échange présentée par la Commission le 19 janvier 1989, JOCE 14 mars 1989, N° C 64/8 et s. ; Proposition modifiée de la treizième

Communauté, des règles très détaillées rendant notamment obligatoire le lancement d'une offre publique portant sur l'intégralité du capital de la société visée, et précisant, notamment, les procédures de publication des offres, le contenu des documents.

Elle contenait également des dispositions visant à limiter les pouvoirs des organes d'administration ou de direction de la société cible pendant la période d'acceptation de l'offre et elle soulignait la nécessité d'introduire des dispositions juridiques contraignantes régissant la procédure d'offre en raison de l'absence, dans les législations de plusieurs Etats membres, de mesures levant les obstacles structurels aux offres d'acquisition.

Cette proposition ambitieuse, qui remettait en cause de nombreuses pratiques nationales, a été refusée par le Royaume-Uni, les Pays Bas et l'Allemagne. Les négociations sur cette proposition de directive ont alors été suspendues en 1991.

7. Par delà des disparités réglementaires, l'harmonisation se trouvait confrontée à des différences d'ordre conceptuel entre les différents Etats membres. Ainsi, alors que le marché britannique est un marché géré par les professionnels et où les autorités gouvernementales n'ont pas la volonté de légiférer dans le domaine boursier <sup>4</sup>, certains Etats membres confèrent à l'administration et au gouvernement le pouvoir de réguler ce secteur. Plus largement, les obstacles résultaient des conditions économiques générales de fait (volume des marchés boursiers, culture capitaliste, liens de capital banque/ industrie) <sup>5</sup>

Peut-être également faut-il avoir à l'esprit le fait que derrière toute réglementation des offres publiques, *"c'est, d'une certaine façon, le droit de propriété qui est en cause"* <sup>6</sup>. Ceci peut expliquer bien des réticences.

8. La Commission, suite aux consultations des Etats membres et aux conclusions du sommet d'Edimbourg, en 1992, a suivi une approche plus pragmatique en proposant une directive cadre, ne fixant que les principes généraux et laissant aux Etats membres le soin de recourir aux moyens les plus adaptés pour y satisfaire. Mais cette proposition de 13<sup>ème</sup> directive sur les offres publiques d'achat, en négociation depuis 1996 <sup>7</sup>, a longtemps été bloquée par le différend opposant l'Espagne et la Grande Bretagne sur le statut de Gibraltar au regard du droit communautaire. Un compromis étant intervenu en avril 2000, ce texte a fait l'objet d'une position commune du Conseil le 19 juin 2000 <sup>8</sup>. Il a été soumis ensuite au Parlement dans le

---

directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, JOCE du 26 septembre 1990 n° C 240/7. Proposition modifiée de février 1996 (JOCE 6 juin 1996 n° C 162 p. 5), du 11 novembre 1997 (JOCE 13 décembre 1997 n° C 378 p. 10 et s.)

<sup>4</sup> Les règles relatives aux offres publiques se trouvent dans le "CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS"

<sup>5</sup> Cf. Pierre FLEURIOT, Rapport de synthèse du colloque "L'offre publique sur le marché boursier" Les Petites Affiches 29 novembre 1995 n° 143 p. 41

<sup>6</sup> Cf. Françoise BLANQUET in "La modernisation du droit des sociétés" Rapport Philippe MARINI La Documentation française 1996 p. 195

<sup>7</sup> Voir le texte présenté par la Commission in JOCE n° C 162/5 et s. du 6.6.96 et le commentaire de H. de VAUPLANE et F. PELTIER "Proposition de 13<sup>ème</sup> directive sur les OPA" Banque et droit n° 51 janvier-février 1997 p. 35

<sup>8</sup> Voir les commentaires sur cette version du projet de Stéphane LOISY "Le projet de treizième directive européenne en matière d'offres publiques" RDAI n° 2 - 2000 p. 194, Philippe GOUBAND "Offres publiques : vers l'adoption prochaine d'une directive" LAMY Droit du Financement n° 106 - Mars 2000, Laurent FAUGEROLAS et Claire MALRIEU "La treizième directive européenne sur les offres publiques d'acquisition", Bull. Joly Bourse 2000 p. 431 et s. ; COB "Présentation de la treizième proposition de directive", Bull. COB n°

cadre de la procédure de co-décision instituée par le traité d'Amsterdam. Le Parlement a adopté le texte qui lui était soumis mais assorti d'un certain nombre d'amendements. Le texte est actuellement en instance de deuxième lecture devant le Conseil <sup>9</sup>.

9. Le texte est le fruit d'une démarche d'harmonisation beaucoup plus souple, afin de lever les oppositions des Etats membres récalcitrants. Il se contente, en conséquence, de définir les principes généraux pour la conduite de ces opérations, mais en laissant aux Etats Membres le choix des modalités à mettre en place pour respecter les principes garantissant la protection des actionnaires. La logique retenue est donc celle d'une directive-cadre qui, et l'on cite ici Madame BLANQUET, Conseiller à la Commission Européenne, "*sans bouleverser les lois et pratiques en vigueur, vise à mettre en place un pont communautaire pour garantir que dans les quinze Etats membres, des autorités collaboreront entre elles pour contrôler la régularité et la transparence de la procédure*" <sup>10</sup>. En ce domaine comme d'ailleurs dans d'autres domaines voisins de la construction européenne tels celui des fusions transfrontalières, l'histoire est d'abord celle d'une déréglementation : c'est par appauvrissements successifs que le projet de directive est devenu acceptable. Il convient cependant de ne pas être trop systématique dans la présentation car le dernier état de la directive contient également des zones de progrès par rapport à la version précédente. Si cette directive a finalement été négociée sur la base du plus petit dénominateur commun, elle devrait, notamment, permettre d'assurer une protection équivalente des actionnaires minoritaires des sociétés cotées, en cas de changement de contrôle, ce qui était l'une des difficultés majeures.

10. Précisons tout de suite que cette nouvelle directive n'aura que peu d'incidences sur le droit interne français des offres publiques <sup>11</sup>. Celui-ci est pour l'essentiel beaucoup plus exigeant que la présente directive dont il satisfait le contenu obligatoire. Le seul domaine de perfection est celui de l'information des salariés qui est peut-être plus approfondie dans la perspective communautaire que dans l'état actuel du droit français. Le projet de loi sur les nouvelles régulations économiques contient des dispositions qui devraient, si elles sont adoptées <sup>12</sup>, mettre sur ce point le droit français en conformité avec des exigences communautaires dont on précisera ultérieurement le contenu.

Elle aura eu un effet d'entraînement sur certains droits nationaux <sup>13</sup> et notamment sur le droit allemand. En effet le gouvernement fédéral a publié un projet de loi le 29 juin 2000 qui tenait compte de la directive en cours d'élaboration sans pour autant avoir été élaboré dans un esprit de

---

338 Septembre 1999 p. 25 et s. ; Michel PRADA "La régulation des offres publiques : problèmes osés par la globalisation", Bull. COB n° 346 Mai 2000 p. 1 et s. Réglementation boursière européenne - Nouvelle proposition de treizième directive sur les offres publiques d'achat, Bull. ANSA n° 2969, 1er août 2000 ; Jean-Jacques DAIGRE "*Le projet de treizième directive relative aux offres publiques : une directive subsidiaire et pourtant nécessaire*", Revue de droit bancaire et financier n° 6 - Novembre-Décembre 2000 p. 329 et s. Voir encore le dossier "OPA : une directive en demi-teinte" in M and F n° 121 - Novembre 2000 p. 39 et s.

<sup>9</sup> Le texte voté par le Parlement n'est pas actuellement accessible. On ne dispose que du texte de la recommandation pour la deuxième lecture adoptée par la Commission juridique et du marché intérieur (Document final A 5-0368/2000 du 29 novembre 2000 - RR/426935 FR doc)

<sup>10</sup> "Les fusions transfrontalières et la mobilité des sociétés", Rev. soc. (1) Janvier-Mars 2000 p. 115 et s., spécialement p. 126

<sup>11</sup> Pour une connaissance approfondie de ce droit, voir Thierry BONNEAU et Laurent FAUGEROLAS "Les offres publiques" E.F.E. 1999 ; Alain VIANDIER "OPA-OPE et autres offres publiques" Editions Francis LEFEBVRE 1999

<sup>12</sup> Article 4 du projet

<sup>13</sup> Des éléments de droit comparé ont été publiés par la Revue MTF-L'AGEFI dans ses numéros 107 et 109 pour 1999

"prétransposition". L'adoption définitive du projet a été renvoyée à juillet 2001 pour éviter d'éventuelles contradictions avec les termes de la directive. Jusqu'ici l'Allemagne ne disposait véritablement d'aucune norme contraignante. Il existait un code de conduite ("UBERNAHMEKODEX") élaboré par une commission d'experts du Ministère fédéral des Finances mais ce code n'était pas applicable qu'autant que les parties l'avaient accepté.

11. Le domaine d'application de la directive est sans surprise. Elle concerne les offres publiques d'acquisition de titres d'une société relevant du droit d'un Etat membre, lorsque ces titres sont admis à être négociés sur un marché réglementé (article 1 § 1). Elle est indifférente au mode de régulation des marchés et s'applique que la régulation soit de nature législative, réglementaire, administrative, ou résultant de codes de pratiques ou autres dispositifs des Etats membres (article 1 § 1). Elle ne s'applique pas à des offres publiques d'acquisition de titres émis par des sociétés dont l'objet est le placement collectif des capitaux recueillis auprès du public dès lors tout au moins que leur fonctionnement est soumis à la répartition des risques et dont les parts sont, à la demande des détenteurs, rachetés ou remboursés, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces sociétés (article 1 § 2).

12. Directive-cadre comme on l'a indiqué, elle a un contenu impératif sans doute nécessaire mais restreint (I). A l'heure de la transposition dans les diverses réglementations nationales, la compétence subsidiaire des Etats sera inexorablement considérable (II).

## I - LE CONTENU IMPERATIF DE LA DIRECTIVE

13. La directive est assortie d'un caractère impératif. Il est conçu "a minima" ; il n'est cependant pas négligeable. La multiplication des offres publiques transfrontières imposait tout d'abord que soient clairement fixées des règles de conflit, et cela avec un certain approfondissement dans le détail (A). La directive ne pouvait ensuite avoir d'intérêt que si elle traduisait un accord des Etats sur un corps de normes substantielles (B).

### A - Les règles de conflit

14. Les règles de conflit sont probablement la partie de la directive la plus détaillée. Comme l'a justement fait remarquer un auteur, la directive ici n'est plus tout à fait une directive-cadre<sup>14</sup> : elle fixe avec précision les règles de conflit de lois.

Ces conflits de lois sont surtout des conflits entre autorités de contrôle ou entre normes élaborées par des autorités de contrôle. En effet l'article 4 § 1 de la directive exige des Etats membres la désignation de l'autorité ou des autorités qui contractent l'offre dans la mesure où cette dernière est régie par les règles adoptées ou introduites en application de la présente directive. Compte tenu de la diversité des situations existant en Europe, ces autorités peuvent être :

---

<sup>14</sup> WAYNE H. SMITH "La proposition de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition", Conférence E.F.E. du 2 décembre 1999

- soit des associations ou des organismes privés reconnus par le droit national ;
- soit par des autorités publiques expressément habilitées à cette fin par la législation nationale.

Les Etats doivent veiller à ce que les autorités exercent leurs fonctions de manière impartiale et indépendante par rapport à toutes les parties à l'offre. Ils doivent encore veiller à ce que toutes les personnes exerçant ou ayant exercé une activité auprès des autorités de contrôle soient tenues au secret professionnel (article 4 § 3).

15. Les conflits ne sont que des conflits de compétence. Pour le reste, le mode de relation normal entre les autorités doit être la **coopération**. Les autorités de contrôle se communiquent des informations dans toute la mesure nécessaire à l'application des règles établies conformément à la présente directive. Le § 4 de l'article 4 précise que :

*"La coopération devrait comprendre la capacité de notifier les actes juridiques nécessaires à l'application des mesures prises par les autorités compétentes en liaison avec les offres, ainsi que toute autre aide pouvant être raisonnablement demandée par les autorités de contrôle concernées aux fins d'enquêtes sur les violations effectives ou présumées des règles adoptées ou introduites pour la mise en œuvre de la présente directive".*

16. Pour classer les conflits de compétence, deux situations doivent être distinguées, selon que les titres de la société sont ou non admis à être négociés sur un marché réglementé de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social.

### 1° - Les titres de la société sont négociés sur un marché de l'Etat du siège

17. L'article 4-2 a) prévoit que les autorités de contrôle compétentes sont **celles de la société cible dès lors** que les titres de cette société sont admis à être négociés sur un marché réglementé de cet Etat membre. Cette solution simple et logique appelle peu de commentaires. La doctrine considère de manière générale que la loi applicable en matière d'offres publiques est soit la loi du marché sur lequel les titres sont cotés, soit la loi de la cible <sup>15</sup>. Ces deux critères sont également prépondérants sur le plan international <sup>16</sup>. En l'espèce, c'est bien de la même loi dont il s'agit ici.

Cette situation étant de loin la plus fréquente, on peut considérer que la question du conflit est réglée globalement d'une manière simple.

La complexité va en revanche s'instaurer dès lors que les titres de la société visée ne sont pas admis aux négociations d'un marché réglementé de l'Etat du siège social de ladite société.

<sup>15</sup> Cf. notamment Xavier BOUCOBZA "La loi applicable à l'offre publique d'acquisition", Bull. Joly Bourse et produits financiers 1999 n° 1 p. 4 et s. "L'offre publique transfrontière" in Mélanges AEDBF - France Banque 1997 p. 53 . WAYNE H. SMITH "Le champ d'application territorial de la réglementation des offres publiques", Rev. CMF 1998 n° 5 p. 4 et 18 ; Frédéric PELTIER "Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse" Revue de droit bancaire et financier 2000 p. 40

<sup>16</sup> Cf. WAYNE SMITH "Le champ d'application territorial ...." Revue CMF n° 4 décembre-janvier 1998 p. 28

## 2° - Les titres de la société ne sont pas négociés sur un marché de l'Etat du siège

18. Dans ce cas, l'article 4 distingue plusieurs hypothèses et procède à une répartition des compétences assez délicates.

### a. Les titres sont négociés sur un seul marché

19. L'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est alors celle de l'**Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres ont été admis à être négociés.**

Cependant, il faut ici prendre en compte le fait que le e) de l'article 4 organise une répartition des compétences, d'où il résulte que :

- **la loi des autorités régissant le marché sur lequel les titres sont négociés ne gouverne que** :

- les questions touchant à la contrepartie offerte en cas d'offre et en particulier le prix ;
- les questions touchant à la procédure d'offre notamment ;
- les informations sur la décision prise par l'offrant de faire une offre ;
- le contenu du document d'offre ;
- la divulgation de l'offre.

- **la loi de l'Etat dans lequel la société visée a son siège social gouverne**

- l'information du personnel de la société visée
- les questions relevant du droit des sociétés
  - notamment le pourcentage des droits de vote qui donne le contrôle
  - les dérogations à l'obligation de lancer une offre
  - les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre.

20. On a pu observer combien la directive proposée était peu claire car il est délicat de distinguer ce qui relève du droit des marchés et ce qui relève du droit des sociétés<sup>17</sup>. L'emploi de l'adverbe "notamment" par les auteurs de la directive n'est évidemment pas de nature à rassurer l'interprète.

Il semble également que certaines questions ne relèvent d'aucune loi bien identifiée. Quid par exemple d'une condition mise par l'initiateur à l'ouverture ou à la réussite de son offre ? Quid du caractère révocable ou irrévocable des ordres d'apport<sup>18</sup> ?

---

<sup>17</sup> WAYNE H. SMITH "La proposition de treizième directive ..;" précité

<sup>18</sup> WAYNE H. SMITH "La proposition de treizième directive ..." précité

### **b. Les titres sont négociés sur plusieurs marchés**

21. Ce facteur de complexité supplémentaire peut faire naître deux cas de figure.

**1er cas de figure** : la négociation sur les divers marchés a fait l'objet d'admissions successives. Dans ce cas, l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres de sociétés ont été admis en premier lieu.

**2ème cas de figure** : la négociation sur les divers marchés a fait l'objet d'admissions concomitantes. La société visée doit alors déterminer quelle est l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre en informant ces marchés et leurs autorités de contrôle le premier jour de la cotation.

Comme dans le cas visé précédemment au (a) d'une négociation sur un seul marché, une répartition des rôles doit être opérée intégrant la loi de l'Etat dans lequel la société visée a son siège social.

### **B - Les normes substantielles**

22. A la recherche de ce corps de normes souhaitables, l'observateur est frappé par la volonté des autorités communautaires de demeurer dans l'ordre des généralités, et ce afin de protéger les souverainetés étatiques. Certes on relève bien dans la directive un contenu impératif étendu quant à des principes de comportement (1°). En revanche on ne peut que constater un contenu impératif limité s'agissant d'exigences précises (2°).

#### **1°) Un contenu impératif étendu quant à des principes généraux de comportement**

23. Dès son article 3, la directive énumère six principes généraux que les Etats se doivent d'introduire dans leurs réglementations internes. Ces principes ont trait à l'offre, à la protection des détenteurs de titres et à la protection de la cible, à la protection du marché enfin.

24. • **L'offre doit être sérieuse.** La directive pose en principe que un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut donner entièrement suite à toute offre de contrepartie en espèces, s'il y en a une, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la mise en œuvre de tout autre type de contrepartie (article 3 e).

25. • **La protection des détenteurs de titres** est confortée par quatre règles-cadre :

Tout d'abord, le principe du **traitement équivalent**. Tous les détenteurs de titres de la société visée doivent bénéficier de ce traitement équivalent (article 3 a). Le texte ajoute qu'en particulier, si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres

doivent être protégés. On ne manquera pas d'observer que la directive évoque un traitement équivalent et non un traitement égal<sup>19</sup>.

Ensuite, il est prévu que les détenteurs de titres de la société visée doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en parfaite connaissance de cause (article 3 - b). Le principe trouve une traduction concrète dans l'article 6 bis 1 qui dispose que la période d'acceptation de l'offre ne peut être inférieure à deux semaines (ni supérieure à dix) à compter de la date de publication du document d'offre, la période maximum de dix semaines pouvant être prolongée.

Enfin, l'organe d'administration ou de direction de la société ne doit pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider du bien fondé de l'offre (article 3 - c).

26. L'exigence de protection des porteurs de titres trouve toutefois sa limite dans un autre principe formulé par l'article 5-3 qui autorise les Etats membres à prévoir des instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres dans la mesure où ces instruments ne gênent pas le déroulement normal de l'offre. Ce dernier article paraît contenir le seul principe qui soit posé dans **l'intérêt de l'auteur de l'offre**.

27. • **La protection de la cible** est assurée à la fois contre ses propres dirigeants et contre l'auteur de l'offre. Contre ses propres dirigeants car ceux-ci doivent agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble (article 3 - c). Contre l'auteur de l'offre car la société ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités, en raison d'une offre visant ses titres (article 3 - f). Pour la mise en œuvre de ce dernier principe, il est prévu que la période d'acceptation de l'offre ne peut être supérieure à dix semaines à compter de la date de publication du document d'offre (article 7). Cependant les Etats membres peuvent prévoir que la période de dix semaines pourra être prolongée, à condition que l'offrant notifie au moins deux semaines à l'avance son intention de clôturer l'offre (article 7). Les Etats peuvent encore autoriser l'autorité de contrôle à accorder une dérogation à cette durée maximale afin de permettre à la société visée de convoquer une assemblée générale pour examiner l'offre.

28. • **La protection du marché** enfin est prévue au (d) de l'article 3 : il ne doit pas se créer de faux marchés des titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre de façon que la hausse ou la baisse des cours des valeurs devienne artificielle et que le fonctionnement des marchés soit faussé.

29. Le principe trouve des applications concrètes notamment dans l'article 8-1 selon lequel les Etats veillent à l'adoption de règles prévoyant qu'une offre doit être rendue publique de façon à assurer la transparence et l'intégrité du marché des titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre, et qui évitent notamment la publication ou la diffusion de renseignements faux ou trompeurs.

---

<sup>19</sup> L'article 3 de la proposition de Directive du 19 janvier 1989 était ainsi rédigé "Les actionnaires se trouvant dans des situations identiques sont traités de façon égale".

## 2°) Un contenu impératif limité quant à des exigences précises

30. Si l'approche "a minima" qui est celle de la directive est quelque peu décevante, on ne saurait méconnaître les progrès réels qui découlent tant de l'affirmation d'obligations de faire (a) que d'obligations de ne pas faire (b).

### a. Obligations de faire

31. Trois obligations de faire sont expressément consacrées dans le texte de la directive :

32. • C'est d'abord **l'obligation de déposer un projet d'offre publique obligatoire**

Le 1er alinéa de l'article 5 est ainsi libellé :

*"Lorsqu'une personne physique ou une entité juridique vient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, à détenir des titres d'une société au sens de l'article 1er, qui, additionnés le cas échéant à ceux qu'elle détient déjà et à ceux des personnes agissant de concert avec elle, lui confèrent directement ou indirectement un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société et lui donnent ainsi le contrôle de cette société, les Etats membres veillent à ce que soient en vigueur les règles qui obligent cette personne à lancer une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de cette société. Cette offre est adressée à tous les détenteurs de titres et porte sur la totalité de leurs titres, à un prix équitable. Lorsque la contrepartie proposée par l'offrant ne consiste pas en titres liquides admis à être négociés sur un marché réglementé, cette contrepartie doit inclure, au moins comme option, une contrepartie en espèces".*

Observons ici que dans sa version 1996, le projet de directive ne prévoyait pas le recours à l'offre obligatoire. Il appartenait à chaque Etat membre de décider en la matière. Au demeurant, à supposer que le principe de l'offre obligatoire eut été retenu par un Etat, celui-ci pouvait ne pas imposer que l'offre obligatoire porte sur la totalité des titres.

On constatera que la terminologie employée "personne physique ou **entité juridique**" laisse le champ libre à des situations diversifiées. On constate également que la directive s'est abstenue de préciser la notion de contrôle et qu'elle s'en remet aux souverainetés étatiques sur ce point (voir infra n° ).

33. Lors de l'une des dernières phases du processus d'élaboration a été ajoutée dans un article 1 bis une précision qui paraît traduire une évidence : lorsque le contrôle a été acquis dans le cadre d'une offre volontaire faite conformément à la présente directive à tous les détenteurs de titres et pour la totalité de leurs titres, il n'y a pas lieu à lancer postérieurement une offre.

34. • C'est ensuite, **l'obligation de procéder à une information des porteurs de titres**

Cette nécessaire information des porteurs de titres de la société cible se décline en plusieurs obligations (article 6-1).

L'offre doit être rendue publique sans délai et l'autorité de contrôle informée. L'offrant se doit d'établir et de rendre public un document d'offre contenant les informations nécessaires pour que les détenteurs de titres de la société visée puissent prendre une décision sur celle-ci en connaissance de cause (article 6-2). L'autorité de contrôle devra avoir eu connaissance du document avant qu'il ne soit rendu public.

35. Le document d'offre doit contenir les indications suivantes (article 6 - 3) :

- les conditions de l'offre ;
- l'identité de l'offrant ou, lorsque l'offrant est une société, la forme, la dénomination et le siège social de cette société ;
- les titres ou, le cas échéant, la ou les catégories de titres qui font l'objet de l'offre ;
- la contrepartie offerte par titre ou par catégories de titres et, dans le cas d'offres obligatoires, la méthode employée pour la déterminer, ainsi que les modalités de paiement de cette contrepartie ;
- le pourcentage ou le nombre de titres maximal et minimal que l'offrant s'engage à acquérir ;
- le cas échéant, les titres que l'offrant et les personnes agissant de concert avec lui détiennent déjà dans la société visée ; g) toutes les conditions auxquelles l'offre est subordonnée ;
- les intentions de l'offrant quant aux activités futures et aux entreprises de la société visée, à son personnel et à sa direction, y compris tout changement important des conditions ;
- la période d'acceptation de l'offre ;
- lorsque la contrepartie proposée par l'offrant comporte des titres, de quelque nature qu'ils soient, des informations sur ces titres ;
- les conditions de son financement par l'offrant ;
- l'identité des personnes et entités qui agissent de concert avec l'offrant ou la société visée, ainsi que, lorsqu'il s'agit de sociétés, l'indication de leur forme, de leur dénomination, de leur siège social et de leur lien avec l'offrant et, lorsque c'est possible, avec la société visée.

36. De son côté, l'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment quant à ses répercussions sur l'ensemble des intérêts de la société, y compris l'emploi (article 9-1 b).

37. Au-delà de ces règles d'information, on ne peut pas ne pas souligner l'importance **du principe de reconnaissance mutuelle du document d'offre** qui est une nouvelle application du principe de reconnaissance mutuelle en droit financier<sup>20</sup> : le document approuvé par l'autorité de contrôle est reconnu, sous réserve de sa traduction éventuelle, dans tout autre état membre sur le marché duquel les titres de la société visée sont admis à être négociés. L'approbation des autorités de contrôle de cet état membre n'est pas requise. Ces dernières ne peuvent pas exiger l'insertion d'informations complémentaires dans le document. Elles peuvent cependant exiger que le document d'offre contienne des informations propres au marché de l'Etat membre ou des Etats membres sur les marchés desquels les titres de la société visée sont admis à être négociés, relatives aux formalités à remplir pour accepter l'offre et pour recevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre, ainsi qu'au régime fiscal auquel la contrepartie offerte aux détenteurs de titres sera soumise.

---

<sup>20</sup> Cf. Pierre GRIFFIN "L'application du principe de reconnaissance mutuelle en droit financier européen" Thèse Paris II 1999, également Pierre AIDAN "Les sources du droit des marchés financiers" Thèse Nantes 2000 (sous la direction de Xavier BOUCOBZA) p. 223 et s.

38. L'information des porteurs et du marché est renforcée par les obligations de publicité contenues dans l'article 8 :

"1. *Les Etats membres veillent à ce que soient en vigueur des règles prévoyant qu'une offre doit être rendue publique de façon à assurer la transparence et l'intégrité du marché des titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre, et qui évitent notamment la publication ou la diffusion de renseignements faux ou trompeurs*".

"2. *Les Etats membres veillent à ce que soient en vigueur des règles prévoyant la publication de toutes les informations ou de tous les documents requis selon des modalités garantissant que les détenteurs de titres, au moins dans les Etats membres où les titres de la société visée sont admis à être négociés sur un marché réglementé, ainsi que les représentants des travailleurs de la société visée ou, lorsqu'il n'y a pas de représentants, les travailleurs eux-mêmes, peuvent en disposer facilement et rapidement*".

39. • C'est enfin l'**obligation d'assurer l'information des salariés**. La directive apporte un soin particulier à l'information des "travailleurs". Le onzième considérant fait référence à la nécessité d'une information adéquate devant être dispensée aux représentants du personnel de la société visée ou, à défaut, à ce personnel directement.

Dès que l'offre a été rendue publique, l'organe d'administration ou de direction de la société visée informe les représentants des travailleurs. Lorsqu'il n'y a pas de représentants, ce sont les travailleurs eux-mêmes qui sont destinataires de l'information (article 6 - 1). Le document d'offre doit être communiqué dès qu'il est rendu public aux représentants des travailleurs, ou à défaut, aux travailleurs eux-mêmes (article 6-2). Enfin, on a précédemment indiqué que le document établi par l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit contenir un avis motivé sur l'emploi.

40. Cette exigence d'information des travailleurs qui préside au lancement de l'offre doit également présider à la suite du déroulement de la procédure car au terme de l'article 7-2 les représentants des travailleurs ou les travailleurs eux-mêmes doivent pouvoir disposer facilement et rapidement de toutes les informations et de tous les documents requis.

## **b. Obligations de ne pas faire**

41. On peut relever deux obligations de ne pas faire. D'une part la directive manifeste son hostilité aux défenses anti-OPA <sup>21</sup> ; d'autre part elle manifeste également son hostilité aux offres partielles.

42. L'**interdiction des défenses anti-OPA** est formulée dans l'article 9-1 a. Si l'on peut par commodité utiliser la formule un peu facile retenue ci-dessus en intitulé, il faut bien constater que le contenu même des textes est sans aucun doute plus modeste.

---

<sup>21</sup> L'affaire GUCCI a donné une bonne illustration de la problématique des défenses anti-OPA. Voir Alain VIANDIER, Laurent MENIERE, Daniel PAYAN "L'affaire GUCCI et l'efficacité des défenses anti-offre publique d'achat", Les Echos Mercredi 30 juin 1999 p. 60

L'article 9-1 a) impose aux Etats membres de veiller à l'adoption de règles garantissant que l'organe d'administration ou de direction de la société visée s'abstient de toute action, à l'exception de la recherche d'autres offres, qui sont susceptibles de faire échouer l'offre, et en particulier de toute émission de titres de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée, sauf s'il a reçu l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet pendant la période d'acceptation de l'offre. En d'autres termes, les dirigeants ont la possibilité de susciter l'offre concurrente d'un chevalier blanc (recherche d'autres offres).

Ils peuvent faire voter par l'assemblée générale des actionnaires une augmentation de capital. En effet, aux termes de l'article 9-2 les Etats membres peuvent autoriser l'organe d'administration ou de direction de la société visée à procéder à une augmentation de capital durant la période d'acceptation de l'offre, à condition qu'il y ait été autorisé par l'assemblée générale des actionnaires 18 mois au plus avant le début de la période d'acceptation de l'offre et moyennant la pleine reconnaissance du droit de préemption de tous les actionnaires prévu à l'article 29 paragraphe 1er de la directive 77/91/CEE.

43. Reste que les défenses anti-OPA ne relèvent pas pour l'essentiel de l'action des dirigeants en période d'offre. Le plus grand nombre de défenses est mis en place bien avant le déclenchement d'une offre publique et en prévision de l'éventuelle réalisation de celle-ci.

44. **L'interdiction des offres partielles** découle de l'article 5 alinéa 1 qui est sans ambiguïté aucune : l'offre est adressée à tous les détenteurs de titres et porte sur la totalité de leurs titres, à un prix équitable. Ce point n'apparaissait pas dans la version de la Directive proposée en 1996.

Cependant, il convient d'apporter un certain nombre de nuances : tout d'abord, les Etats ont ainsi la possibilité d'imposer l'obligation de lancer une offre partielle lorsque l'offrant n'acquiert pas le contrôle de la société (7<sup>ème</sup> considérant). Ensuite, il n'y a pas d'obligation de lancer une offre en cas d'acquisition de titres non assortis de droits de vote aux assemblées générales ordinaires (8<sup>ème</sup> considérant).

45. La présentation que l'on vient d'effectuer montre bien que, s'agissant de dispositions impératives, la directive est modeste mais elle contient néanmoins de réelles avancées. Pour autant, la compétence subsidiaire des Etats est grande.

## II - LA COMPETENCE SUBSIDIAIRE DES ETATS

46. A l'heure de la transposition de la directive dans les législations nationales, la marge de manœuvre des Etats sera considérable car la subsidiarité est ici très large (A). Au-delà de ce caractère large, la subsidiarité apparaît problématique (B).

## A - Une subsidiarité très large

47. La subsidiarité trouver au moins trois expressions dans la directive. Compétence est renvoyée aux Etats pour prendre des dispositions nécessaires ; le droit est reconnu aux Etats d'adopter des dispositions plus strictes ; le droit est reconnu aux Etats de ne pas adopter certaines dispositions.

### 1°) La compétence renvoyée aux Etats pour prendre des dispositions nécessaires.

Compétence est renvoyée aux Etats pour la **définition du contrôle**.

48. Comme on l'a indiqué précédemment, la directive ne donne aucun seuil minimum pour le déclenchement de l'offre publique obligatoire. L'article 5-5 renvoie pour la détermination du pourcentage de droits de vote conférant le contrôle à la réglementation de l'Etat membre dans lequel la société a son siège social.

On sait que le droit français retient le seuil de 33 1/3, le contrôle s'entendant d'une minorité de blocage. D'autres seuils ont été retenus ailleurs et l'unité pouvait paraître difficile à réaliser. Cependant, il est bien évident que la liberté laissée aux Etats peut être de nature à affecter le principe même de l'offre obligatoire si le seuil finalement retenu est trop élevé. C'est la raison pour laquelle la Commission des lois du Sénat avait pensé qu'il serait souhaitable que soit fixé un seuil maximum au moins égal à la moitié des droits de vote<sup>22</sup>. En l'état du droit imposé par la directive, une législation pourrait fixer le seuil à un montant proche de 100%.

Compétence est également renvoyée pour l'**instauration de dérogations à l'offre publique obligatoire**.

49. La même liberté semble caractériser l'instauration de dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique. Le considérant 10 dispose que, pour être efficaces, les règles relatives aux offres publiques d'acquisition doivent être souples et par conséquent prévoir la possibilité d'exceptions et de dérogations. Il précise cependant que, pour accorder une dérogation, les autorités de contrôle doivent se conformer à certains principes généraux, le régime des dérogations étant fixé par l'autorité compétente de l'état du siège de la société (conjugaison de l'article 4-2 e et de l'article 4-5 alinéa 2°);

De quels principes généraux s'agit-il ? L'article 4-5 renvoie aux principes généraux visés à l'article 3 § 1. On a déjà vu que l'article 3 a impose un principe de **traitement équivalent des actionnaires**. Quant à l'application d'autres principes généraux, elle demeure plus conjecturale.

50. L'article 10 fait obligation aux Etats membres de **veiller à l'adoption de règles régissant les offres au moins dans les cinq domaines suivants** :

---

<sup>22</sup> Rapport Sénat n° 434 par Monsieur Philippe MARINI p. 10. Le seuil de 50% semble être celui retenu en Allemagne, voir S. ALMASEANU "La prise de contrôle d'une société cotée en Allemagne, aperçu du nouveau droit boursier allemand", Petites Affiches 6 août 1997 p. 12 et s.

- caducité de l'offre ;
- révision des offres ;
- concurrence d'offres ;
- publication des résultats des offres ;
- irrévocabilité de l'offre et conditions autorisées.

51. Enfin l'article 12 dispose que chaque Etat membre **établit les sanctions à appliquer** en cas d'infraction aux dispositions adoptées en application de la présente directive. Il précise que ces sanctions doivent être suffisantes pour inciter au respect de ces dispositions.

## 2°) Le droit reconnu aux Etats d'adopter des dispositions plus strictes

52. L'article 3-2 b dispose que les Etats membres peuvent prévoir des conditions supplémentaires et des dispositions plus strictes que celles qui sont exigées par la présente directive pour réglementer les offres. La solution est d'évidence dès lors que l'accord n'a pu se faire que sur des dispositions minimales. De son côté l'article 5-4 dispose que outre la protection prévue aux paragraphes 1 et 2, les Etats membres peuvent prévoir d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres dans la mesure où ces instruments ne gênent pas le déroulement normal de l'offre.

De même, et en dépit de l'absence d'impératif communautaire en ce sens, les Etats membres peuvent étendre l'obligation de lancer une offre publique à l'acquisition de titres assortis de droits de vote valables uniquement dans des situations particulières ou non assorties de droits de vote.

## 3°) Le droit reconnu aux Etats de ne pas prendre certaines dispositions

53. Chacun des Etats a le **droit de ne pas organiser de recours**. Le considérant 12 laisse quelque peu perplexe. Conformément notamment au droit à un procès équitable, les décisions d'une autorité de contrôle pourront faire l'objet d'un contrôle par une juridiction indépendante. La directive laisse cependant aux Etats membres le soin de prévoir des droits dont on puisse se prévaloir dans le cadre d'une procédure administrative ou judiciaire. Autrement dit, aucun droit à recours n'est imposé par la directive, ce qui est quelque peu décevant tant du point de vue de la protection des minoritaires que du point de vue des auteurs d'offre publique. Cette absence de volonté d'imposer un droit à un recours a pour origine le refus des autorités du Royaume-Uni de consacrer de telles procédures inconnues de leur système. Dans les déclarations à inscrire au procès-verbal du Conseil, figure en effet une déclaration unilatérale de la délégation du Royaume-Uni qui tient à préciser que le libellé de l'article 4 paragraphe 5 constitue pour elle une condition essentielle de son accord sur l'ensemble de la directive. Or ce paragraphe 5 est celui qui précisément autorise les Etats à écarter la possibilité pour les parties à l'offre d'entamer une procédure administrative ou judiciaire. Ce tribut payé à la nécessité de trouver un plus petit dénominateur comme paraît élevé mais il est vrai que la conception française qui soumet au

contrôle du juge les décisions des autorités de place n'est peut être pas universellement partagée<sup>23</sup>.

54. Tout aussi décevant **apparaît le droit pour les Etats membres de différer l'entrée en vigueur de la directive**. Celle-ci est en négociation depuis onze ans et l'on peut penser qu'il y aurait quelque urgence à assurer une entrée en vigueur rapide du nouveau texte. Or l'article 5-3 contient une clause dite de "Grand-Père" qui autorise les Etats membres qui disposent d'autres moyens appropriés et au moins équivalents pour protéger les actionnaires minoritaires à continuer à appliquer ces moyens pendant l'année qui suit la date d'entrée en vigueur de la directive à condition que ces moyens visent expressément le transfert de contrôle et comportent des compensations financières particulières pour les actionnaires minoritaires.

55. Le droit de ne pas exiger l'option d'un versement en numéraire peut faire l'objet d'une appréciation plus nuancée. L'article 5-1 dispose que si les titres offerts en échange ne sont pas négociés sur un marché réglementé européen et liquide, cette offre obligatoire devra comporter une alternative de paiement en espèces, au moins comme option. L'alternative du paiement en espèces ne s'impose donc pas pour les titres liquides admis à la négociation. Cette règle présente divers inconvénients :

- D'un point de vue macro-économique, elle encourage l'inflation des émissions de titres et donc l'apparition de "bulles financières"<sup>24</sup>
- Elle accorde une prime aux très grandes entreprises dotées de la capacité de battre monnaie<sup>25</sup>

Elle a été néanmoins approuvée par le MEDEF car les entreprises françaises privilégient généralement un paiement en titres faute souvent de disposer de capitaux nécessaires pour un paiement en espèces<sup>26</sup>.

## **B - Une subsidiarité problématique**

56. La subsidiarité est ici doublement problématique. Elle l'est d'abord en raison des silences de la directive ; elle l'est ensuite en raison des ambiguïtés de la directive.

### **1°) Les silences de la directive : offre publique de retrait, retrait obligatoire, garantie de cours**

57. On peut constater tout d'abord que la directive semble pour le moins peu disante sur un certain nombre de questions telles les offres publiques de retrait ou encore l'offre publique obligatoire. Sans doute cette dernière technique est elle un sujet éminent de contestation et il

<sup>23</sup> Y. HUYGHE de MAHENGE "OPA.OPE : le recours contre les décisions des autorités de marché est-il un mal nécessaire ? "Option Finance n° 573, 29 novembre 1999 p. 37 ; T. SCHOEN "Les contrôles externes en matière d'offres publiques en droit français" in "Le contrôle du gouvernement des sociétés cotées en Europe" Les Petites Affiches n° 124, 16 octobre 1996

<sup>24</sup> Rapport Philippe MARINI, Sénat n° 434 p. 10

<sup>25</sup> Rapport Philippe MARINI précité p. 15

<sup>26</sup> "Marché boursier paneuropéen : les attentes des entreprises bancaires" juillet 1999 p. 10

n'est pas sûr qu'un consensus puisse se faire sur elle. Elle est toutefois susceptible de rendre les plus grands services et notamment celui de pouvoir ultérieurement réaliser une fusion avec une filiale à 100%.

La garantie de cours familière tant au marché boursier britannique qu'au marché boursier français semble également absente.

## 2°) Les ambiguïtés de la directive : progrès du droit ou droit constant ?

58. On a pu fort opportunément se demander si l'adoption de la directive aurait créé un environnement nouveau pour certaines opérations. La conclusion relève du "peut-être" <sup>27</sup>. En effet semble s'imposer une double constatation :

- les règles impératives contenues dans la directive paraissent susceptibles d'être neutralisées par des règles de marché subsidiaires ;
- les règles de marché peuvent être neutralisées par le droit des sociétés.

### a. La neutralisation des règles impératives par des règles de marché subsidiaires

59. Le risque a déjà été évoqué ci-dessus. La liberté consentie aux Etats ne peut elle pas aboutir à l'anéantissement des principes imposés par le texte communautaire ? Le dépôt d'un projet d'offre publique obligatoire suppose une prise de contrôle, mais il appartient aux Etats membres de définir le contrôle. A supposer que le seuil retenu soit franchi, les Etats peuvent accorder des dérogations dans des conditions de liberté qui semblent assez considérables. A supposer qu'une dérogation ne soit pas accordée, un autre aléa dépend encore des règles régissant le devoir d'abstention des dirigeants. On a vu que l'organe d'administration ou de direction de la société visée devait s'abstenir de toute action susceptible de faire échouer l'offre. Mais l'article 8 demande aux Etats membres d'adopter des règles garantissant que ce devoir d'abstention commencera à s'imposer "au plus tard après que les dirigeants aient reçu les informations que l'auteur de l'offre doit officiellement communiquer. *Tant qu'une offre n'est pas lancée officiellement, un Etat membre peut ne pas prévoir de devoir d'abstention* <sup>28</sup>.

### b. La neutralisation des règles de marché par le droit des sociétés

60. Les règles de marché peuvent être largement contraintes par le droit des sociétés. En effet les principes fixés par la directive risquent fort dans certains Etats de se briser sur des défenses anti-OPA que les droits des sociétés nationaux tolèrent. Le projet de cinquième directive contient un certain nombre de limitations intéressantes. La Commission propose de supprimer la possibilité de limiter le nombre des voix que peut exercer un seul actionnaire ; elle propose d'interdire les clauses statutaires accordant à certains actionnaires un droit exclusif de

---

<sup>27</sup> Cf. WAYNE H. SMITH "Intervention précitée - Conférence E.F.E. ; voir également Stéphane LOISY "Le projet de treizième directive européenne en matière d'offres publiques", RDAI/IBLJ n° 2 - 2000 p.183 et s., spécialement p. 189 et s.

<sup>28</sup> WAYNE H. SMITH "La proposition de treizième directive et ...." op. cit.

proposition à l'égard de la nomination de la majorité des administrateurs ; elle propose encore de préciser que ni la loi ni les statuts ne peuvent imposer une majorité plus grande que la majorité absolue des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés pour les décisions concernant les changements dans l'administration d'une société<sup>29</sup>. On sait toutefois que ce projet de directive est très controversé en raison d'autres dispositions qui rendent conjecturales ses perspectives d'aboutissement.

On peut se demander si la présente directive ne présente pas quelques risques de demeurer lettre morte dès lors qu'un consensus ne se fera pas pour interdire certaines barrières artificielles.

61. Sur ces divers points on ne peut pas exclure une volonté européenne d'aller plus loin. Le Conseil des Ministres des finances de l'Union Européenne a décidé lors d'une réunion tenue le 17 juillet 2000 de confier à un groupe de 7 experts sous la présidence d'Alexandre LAMFALUSSY la mission d'étudier la pratique des régulateurs boursiers au sein de l'Union européenne en vue d'harmoniser les réglementations boursières. Il y a peut-être là la voie d'une harmonisation possible.

## CONCLUSION

62. La lecture des diverses dispositions de la directive confirme ce que l'on avait indiqué en débutant : le droit français est déjà en conformité avec ce texte. Etant l'un des droits les plus exigeants en la matière, il n'a rien de substantiel qui appelle une modification. La vraie question est de savoir si le faible niveau d'exigence dont est porteur la directive n'est pas de nature à maintenir voire à accentuer des rivalités entre les grands marchés. Par la latitude conférée aux législateurs nationaux seront en effet maintenus des éléments de compétition importants entre les divers marchés. La directive de ce point de vue ne permettra pas une neutralisation dans cette compétition qui aurait été sans doute souhaitable. Comme le relève Henri HOVASSE :

*"Le droit français est sans doute celui qui fait peser les charges les plus lourdes sur les contrôleurs. Par exemple, dès lors que des contrôleurs viennent à détenir plus d'un tiers du capital, ou des droits de vote d'une société, ils sont tenus de déposer une offre publique portant sur 100% du capital, au prix de la cession de contrôle. Cette disposition très protectrice des actionnaires bailleurs de fonds a pour effet de priver le cédant de la prime de contrôle puisque celle-ci se trouve partagée entre tous les actionnaires. Tous les autres systèmes juridiques sont moins contraignants. Ou bien ils ne connaissent pas l'obligation de dépôt d'une OPA en cas de cession de contrôle, ou bien ils fixent des seuils de déclenchement plus élevés, ou bien ils n'imposent une OPA que sur une fraction du capital. Dès lors l'fondateur d'une start-up ou encore une société mère qui introduit une filiale en bourse ont l'un et l'autre un intérêt à choisir un marché dont les règles sont les moins susceptibles d'altérer leur prime de contrôle au jour où ils céderont leur participation. C'est un élément essentiel de compétition entre les marchés pur attirer les sociétés"*<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Cf. Monique LUBY, François PASQUALINI et Valeria PASQUALINI-SALERNO "Droit communautaire des sociétés et groupements", Editions Joly 1996 n° 91 p. 50 ; voir également Paul LE CANNU "Limitations du droit de vote et contrôle des sociétés anonymes - Réflexions sur la proposition modifiée de cinquième directive en droit des sociétés", Bull. Joly 1991 p. 263.

<sup>30</sup> "Les aspects juridiques et fiscaux de la globalisation des marchés financiers" Droit des sociétés juillet 2000 p. 7 et s., spécialement p. 9

Car il est sans doute quelque peu illusoire de penser, compte tenu des réserves précédemment évoquées, que la transposition de la directive ouvrira grandes les portes de certains marchés comme le marché allemand ou le marché néerlandais <sup>31</sup>.

63. En fait, tant l'historique de cette directive que son contenu actuel démontrent à notre sens le fait qu'en matière financière les modes traditionnels d'intervention de la Communauté ne sont plus adaptés à la réalité des marchés. L'attention se tourne vers d'autres régulateurs possibles et notamment vers le FESCO <sup>32</sup> qui semble s'imposer aujourd'hui comme un organe central régulateur dans le domaine financier <sup>33</sup>.

---

<sup>31</sup> Cf. M. PAOLINI "La directive sur les OPA ouvrira grande la porte de l'Allemagne" La Tribune des marchés 21 juin 1999 p. XXXII

<sup>32</sup> Le FESCO (FORUM OF EUROPEAN SECURITIES COMMISSIONS) a été constitué en 1997 sous la forme d'une convention multilatérale entre les dix-sept autorités de régulation des marchés financiers parties à l'accord sur l'ESPACE ECONOMIQUE EUROPEEN

<sup>33</sup> Cf. Pierre AIDAN "Les sources du droit des marchés financiers" Thèses Nantes septembre 2000 p. 337