



**HAL**  
open science

## L'actionnaire de court-terme dans les offres publiques

Thomas Jaeglé

► **To cite this version:**

Thomas Jaeglé. L'actionnaire de court-terme dans les offres publiques. Droit. Université René Descartes - Paris V, 2013. Français. NNT : 2013PA05D009 . tel-00936020

**HAL Id: tel-00936020**

**<https://theses.hal.science/tel-00936020v1>**

Submitted on 24 Jan 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**Université Paris Descartes**

**Faculté de droit**

**L'actionnaire de court-terme dans les  
offres publiques**

**Thèse pour l'obtention du grade de Docteur en Droit de l'Université Paris  
Descartes**

**Présentée et soutenue publiquement le 10 octobre 2013 par Thomas Jaeglé**

**Jury :**

Directeur de thèse :

M. Philippe Didier, Professeur à l'Université Paris Descartes

Rapporteurs :

M. Pierre-Henri Conac, Professeur à l'Université du Luxembourg

M. Hervé Le Nabasque, Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne

Examineurs :

M. Michel Germain, Professeur à l'Université Panthéon-Assas

Mme. Isabelle Urbain-Parléani, Professeur à l'Université Paris-Descartes

M. Eric Dezeuze, Professeur associé à l'Université Paris-Descartes

L'auteur tient tout particulièrement à remercier :

Monsieur le Professeur Philippe Didier pour ses précieux conseils,  
Madame le Professeur Isabelle Urbain-Parléani pour son invitation à effectuer ce travail,  
les professionnels qui ont accepté de l'aider dans ses recherches ainsi que les relecteurs.

## Liste des abréviations utilisées

Actes pratiques : Actes Prat.  
Autorité des Marchés Financiers : AMF  
Association nationale des sociétés par actions : ANSA  
Bulletin de la Cour de Cassation, chambre civile : Bull. civ  
Bulletin Joly Bourse : Bull. Joly Bourse  
Bulletin Joly Sociétés : Bull. Joly Sociétés  
(3<sup>ème</sup>) Chambre civile de la Cour de Cassation : Cass. 3<sup>ème</sup> civ  
Chambre commerciale de la Cour de Cassation : Cass. Com.  
Chambre criminelle de la Cour de Cassation : Cass. Crim.  
Chambre Mixte de la Cour de Cassation : Ch. Mixte  
Chambre des Requêtes de la Cour de Cassation : Cass. Req.  
Code Civil : C. civ.  
Code de Commerce : C. Com  
Code Monétaire et Financier: C. Mon. Fin  
Code Pénal : C. P.  
Code du Travail : C. Trav.  
CA (Paris) : Cour d'Appel de Paris  
Droit des sociétés : Dr. sociétés  
Droit et patrimoine : D. et patrimoine  
Duke Law Journal : Duke L.J.  
Georgetown Law Journal : Geo. L. J.  
The Journal of Corporation Law: J. Corp. L.  
Journal of Financial Economics: J. Fin. Econ.  
Journal Officiel: JO  
Journal Officiel de l'Union Européenne : JOUE  
La semaine juridique édition générale : JCP G  
La semaine juridique édition entreprise : JCP E  
La semaine juridique édition notariale : JCP N  
Les petites affiches : LPA  
Recueil Dalloz: D.  
Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers : RGAMF  
Répertoire des sociétés Dalloz : Rep. Sociétés Dalloz  
Revue de droit bancaire et financier : RD bancaire et fin.  
Revue d'économie financier : Rev. Eco. Fin.  
Revue de jurisprudence de droit des affaires : RJDA  
Revue de jurisprudence commerciale : RJ Com.  
Revue des sociétés : Rev. Soc.  
Revue trimestrielle de Droit commercial : RTD Com.  
Revue trimestrielle de droit financier : RTDF  
Stanford Law Review : Stan. L. Rev.  
Tribunal de commerce de (Paris) : T. Com. Paris  
Tribunal de Grande Instance de (Strasbourg) : TGI Strasbourg  
University of Pennsylvania Law Review: U. Pa. L. Rev

# Introduction

1. « *Vanité des vanités, disait l'Ecclésiaste. Vanité des vanités, tout est vanité ! Un homme s'est donné de la peine ; il était avisé, il s'y connaissait, il a réussi. Et voilà qu'il doit laisser son bien à quelqu'un qui ne s'est donné aucune peine. Cela aussi est vanité, c'est un scandale* »<sup>1</sup>.

L'Ecclésiaste dénonçait déjà l'intérêt pour l'Homme, du labeur et de la peine plutôt que de l'accumulation facile des richesses. La richesse facile attire toujours plus que le dur labeur bien que ce dernier soit plus sage. Cet enseignement trouve une actualité toute particulière dans les récents développements du droit des offres publiques. Ces dernières semblent être devenues des opportunités financières permettant à certains actionnaires de s'enrichir rapidement, et parfois facilement, en occultant l'intérêt à long-terme des acteurs de l'offre que sont l'initiateur et la société cible.

Il nous faut préalablement identifier le contexte des offres publiques qui est un moment particulièrement singulier de la vie de la société (1). A ce moment singulier sont présents des acteurs ayant une influence différente (2), certains d'entre eux auront une très forte incitation à la vanité dénoncée par l'Ecclésiaste, c'est-à-dire à l'enrichissement rapide, aux visions de court-terme (3). Or, le droit des sociétés actuel ne fera pas la différence entre le bon grain et l'ivraie en retenant une conception unique de l'actionnaire, fondée sur le critère de propriété (4).

---

<sup>1</sup> Ecclésiaste, 1,2 ; 2, 21-23.

## **1. L'identification du contexte.**

2. Notre étude se déroule dans le contexte du droit des offres publiques d'acquisition. Ce droit se distingue par un régime spécifique, dérogatoire au droit commun (a), qui est limité dans le temps distinct de la période de vie normale de la société (b).

### **a. L'identification rationae materiae.**

3. La prise de contrôle de la totalité du capital d'une société cotée doit nécessairement passer par une offre publique. Cette dernière peut consister en une offre publique d'achat ou d'échange de titres (i). Une offre publique spécifique est prévue concernant le retrait d'une société de la cote, il s'agit de l'offre publique de retrait (ii).

#### **i. Les offres publiques d'achat et les offres publiques d'échange<sup>2</sup>.**

4. La spéculation pendant une offre publique, ou *merger arbitrage*<sup>3</sup> en anglais, vise en premier lieu à prendre des positions et à réaliser des arbitrages financiers dans des opérations publiques de prises de contrôle<sup>4</sup>. En droit français, il s'agit soit des offres publiques d'achat, soit des offres publiques d'échange. Ces opérations peuvent être ainsi définies<sup>5</sup> : « *L'offre publique d'achat ou d'échange est l'opération par laquelle une personne morale, mais ce pourrait être également une personne physique, fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'elle désire acquérir leurs titres à un prix déterminé, généralement supérieur au cours de bourse, réglé soit en espèces (OPA), soit par remise d'actions ou d'obligations*

---

<sup>2</sup> Une très bonne étude sur l'évolution des marchés financiers et des OPA peut être trouvée sous la plume de Shahriar Tadjbaksh et Pierre Hudry, Le marché et les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, LexisNexis Litec. Voir aussi dans le même ouvrage: Pierre-Yves Chabert et Alain Couret, Les offres de prise de contrôle. Plus précisément, sur l'évolution des OPA : Laurent Faugérolas, Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA, Bull. Joly Bourse, 2012, p.538.

<sup>3</sup> Selon une étude de TASS de Janvier 2009 citée par M. Aglietta (Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, Les hedge funds : entrepreneurs ou requin de la finance ? Perrin) cette stratégie d'*event-driven* était suivie par 26.81% des hedge funds en 2009. Le rendement de cette stratégie ayant été de 12.55% sur la même période selon HFR. Nous verrons que cette stratégie désigne principalement les *hedge funds* arbitragistes mais les mécanismes utilisés par les activistes sont souvent similaires.

<sup>4</sup> Hedge funds in corporate governance and corporate control, M. Kahan et E.B. Rock, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1034.

<sup>5</sup> Droit commercial, Société Commerciales, Philippe Merle, Précis Dalloz, 12<sup>ème</sup> édition, n°649.

(OPE) ». D'autres définitions existent, au niveau communautaire<sup>6</sup> et national<sup>7</sup>. On distingue les offres publiques d'achat (OPA), les offres publiques d'échange (OPE) et les offres mixtes. Dans une OPA, l'émetteur de l'offre va proposer aux actionnaires de la cible de racheter leurs actions en échange de numéraire. Elle peut, en théorie, être initiée par toute personne, qu'elle soit physique ou morale<sup>8</sup>. Elle peut venir d'une seule personne ou être conjointe, c'est-à-dire initiée par plusieurs personnes<sup>9</sup>. Elle peut même, dans le cas d'un groupe de sociétés, être initiée par la société holding mais réalisée par l'une de ses filiales<sup>10</sup>. L'offre devra obligatoirement viser la totalité des titres composant le capital de la société ainsi que les titres donnant accès à terme au capital ou permettant d'exercer des droits de vote de la société<sup>11</sup>. A l'inverse, dans une OPE, la contrepartie proposée aux actionnaires sera des titres de la société émettrice, celle-ci réalisant généralement une augmentation de capital pour cela. La lettre du texte n'est cependant pas limitative sur les titres et n'exclut donc pas une certaine créativité<sup>12</sup>. Cependant, la complexité peut jouer contre l'initiateur. La contrepartie sera généralement plus difficile à valoriser pour les actionnaires qui pourraient donc se montrer plus réticents à apporter leurs titres à l'offre. La parité d'échange des titres sera déterminée par l'initiateur de l'offre<sup>13</sup>, en sachant qu'il s'agira généralement du critère déterminant quant au succès ou à l'échec de cette dernière. Il sera cependant quelque peu limité par le régulateur, ce dernier ne pouvant apprécier la conformité de l'offre que si les critères paraissent en phase avec les pratiques du marché en la matière<sup>14</sup>.

---

<sup>6</sup> L'Article 2(1)(a) de la directive 2004/25/CE du 21 Avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition dispose ainsi que « *On entend par « offre publique d'acquisition » ou « offre » : une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national* ».

<sup>7</sup> L'Article L231-8 1° RGAMF dispose que « *L'offre peut consister en : 1. Une offre unique proposant l'achat des titres visés ou l'échange de ces titres contre des titres émis ou à émettre ou un règlement en titres et en numéraires* ».

<sup>8</sup> Alain Viandier, OPA-OPE et offres publiques, 4<sup>ème</sup> édition, Editions Francis Lefebvre, n°901. C'est ce qui ressort de l'article 231-2 RGAMF qui dispose que « *l'initiateur d'une offre est toute personne physique ou morale ou entité...* ». Alain Viandier relève ainsi que rien n'interdirait à une association de loi 1901, un comité d'entreprise ou un GIE puisse déposer une offre publique.

<sup>9</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°902.

<sup>10</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°904. Voir notamment : Décision AMF n°207C0145 du 19 janvier 2007.

<sup>11</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°907. Article 231-6 RGAMF : « *Sauf exceptions mentionnées à l'article 233-1, l'offre publique doit viser la totalité des titres de capital donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée* ».

<sup>12</sup> Ce sera généralement le cas, mais, lors de l'offre audacieuse de BSN sur Saint-Gobain, des obligations convertibles avaient été proposées en échange. Le triomphe du capitalisme sauvage ou BSN contre Saint-Gobain, Chronique XXXI, Recueil Dalloz Sirey, 1969, 35<sup>ème</sup> cahier. Voir aussi : Alain Viandier, *Ibid*, n°1012.

<sup>13</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°1019.

<sup>14</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°1022. Article 231-18 RGAMF.

5. L'arbitrage entre l'OPA et l'OPE dépendra principalement de critères financiers et de la valorisation de la cible. On relèvera rapidement que l'OPA est généralement plus attractive pour les actionnaires. Ces derniers seront, en effet, attirés par la possibilité de recevoir du numéraire à l'issue de l'offre. Recevoir des titres, ce qui est le cas lors d'une OPE, confronte l'actionnaire à un risque d'évolution de ses titres et éventuellement de dévalorisation. L'OPE sera donc généralement moins attractive mais présentera un coût financier moindre. La société réalisera en effet une augmentation de capital et ne devra pas emprunter de capitaux pour verser la contrepartie promise en échange des titres. Il est cependant rare qu'une offre soit composée uniquement de la même contrepartie. L'offre pourra ainsi être alternative<sup>15</sup>, l'actionnaire ayant alors le choix entre recevoir le paiement en espèces ou en titres. Ces offres ont l'avantage de s'adapter à la diversité de l'actionnariat et de rémunérer immédiatement ceux qui souhaitent vendre alors que ceux souhaitant rester fidèles à la société seront aussi en mesure de l'être. L'initiateur peut aussi choisir une offre principale assortie d'une offre subsidiaire<sup>16</sup>. Cela permettra à l'initiateur de limiter le montant de la contrepartie subsidiaire. Il décidera par exemple que les titres offerts à titre subsidiaire le seront dans une certaine limite de son capital. Il pourra limiter ainsi le montant des capitaux qu'il souhaite consacrer à l'opération en proposant une offre d'achat à titre subsidiaire alors que l'offre d'échange sera à titre principal. L'offre mixte est enfin une offre comportant une partie en titres et l'autre en numéraire, sans que les actionnaires n'aient pour autant la possibilité d'effectuer un choix entre les deux contreparties proposées<sup>17</sup>. Ces offres mixtes peuvent être assorties d'offres subsidiaires pour renforcer leurs attractivités. Relevons rapidement que ces constatations démontrent la créativité de la pratique en la matière, pratique qui a su s'affranchir du cadre légal en lui donnant des dimensions que les auteurs n'avaient probablement pas envisagées lors de la rédaction. Ceci démontre aussi la capacité d'adaptation du régulateur à ces situations.

6. Bien qu'initialement peu présent, un besoin de réglementation s'est rapidement fait sentir, conduisant à l'élaboration d'un corps de règles spécifiques dans l'ensemble des juridictions des pays occidentaux<sup>18</sup>. En France, la régulation se situe à la fois dans le Code

---

<sup>15</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°1051.

<sup>16</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°1054 et suivants.

<sup>17</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°1060. L'auteur cite ainsi l'exemple de l'offre de Sanofi sur Aventis (Décision AMF n°204C0579 du 4 mai 2004) se présentant comme une « offre mixte principale (remise pour 6 actions Aventis présentées de 5 actions Sanofi-Synthelabo à émettre et de 120€ en numéraire) ».

<sup>18</sup> Une étude retraçant particulièrement bien cette évolution et les problématiques particulières au Royaume-Uni est celle de J. Armour et D. Skeel, « Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation », (2007) 95, *Geo. L. J.*, 1727.

Monétaire et Financier<sup>19</sup>, le Code de commerce<sup>20</sup> et le Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers<sup>21</sup>. Ces offres ne se déroulent pas dans le cadre de la liberté contractuelle. Au contraire, elles comportent des éléments de contraintes, tant sur l'émetteur de l'offre, que pour la société cible et ses actionnaires, destinataires de l'offre<sup>22</sup>.

7. En ce qui concerne les acteurs, les deux premiers seront bien évidemment l'initiateur de l'offre et la société cible de cette même offre. Outre l'ensemble des autres actionnaires présents au capital de la société cible, ces opérations sont particulièrement recherchées par les fonds souhaitant réaliser un arbitrage financier rapide. Elles le sont aussi par les fonds activistes étant donné qu'elles créent des opportunités de favoriser, ou au contraire de s'opposer, au succès de l'offre. Ces stratégies de *merger arbitrage* rentrent alors dans la catégorie plus générale de la stratégie dite d'*event driven*, le fonds jouant alors sur les sous-valorisations propres à certaines opérations<sup>23</sup>. C'est ainsi dans le cadre très régulé des OPA et des OPE que la problématique des stratégies actionnariales de court terme se posera principalement.

8. Une autre dichotomie est généralement effectuée entre deux types d'offres publiques d'acquisitions ; les offres amicales et les offres hostiles. L'offre sera qualifiée d'amicale lorsque le conseil d'administration de la société cible acceptera les termes de l'offre et demandera aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'offre. A l'inverse, une offre sera qualifiée d'hostile lorsqu'elle sera émise sans le consentement du conseil d'administration de la cible. Un cadre réglementaire très précis s'appliquera dès lors pour encadrer les actions des dirigeants de la société cible dans la mise en œuvre d'éventuelles mesures de défense anti-OPA<sup>24</sup>. Même si cette différence est fondamentale au niveau du cadre réglementaire elle ne servira pas de plan dans ce travail de recherche. Ce n'est pas parce qu'une offre sera amicale que les acteurs seront prémunis contre l'entrée en lice d'un fonds activiste ou de la réalisation d'arbitrages financiers de court terme, bien au contraire. Les investisseurs interviendront du fait de l'existence de possibilités d'effectuer une plus-value financière. La nature ou la structure de l'offre ne sera donc pas un critère préalable pour décider de prendre une position ou non. Seule la possibilité de réaliser une plus-value sera un tel critère. Relevons néanmoins

---

<sup>19</sup> Section 1 : Offres publiques d'achat et d'échange du Chapitre III, du Titre III du Livre IV du C. Mon. Fin.

<sup>20</sup> Voir notamment les articles L.233-32 et suivants C. com.

<sup>21</sup> Titre III du RGAMF sur les Offres Publiques d'Acquisition.

<sup>22</sup> Droit des Marchés Financiers, Thierry Bonneau et France Drummond, Deuxième édition, Economica.

<sup>23</sup> The truth about hedge funds, William Osterberg et James Thomson, Federal Reserve Bank of Cleveland, Research Department, 1er mai 1999.

<sup>24</sup> Il s'agit de la mise en place de la *passivity rule*, sur laquelle nous aurons l'occasion de revenir, à l'Article L.233-32-I C. com.

que la nature amicale ou hostile d'une opération influera sur le risque d'échec de cette dernière. L'arbitrage financier se réalisant en fonction de l'anticipation et de l'évaluation de ce risque<sup>25</sup>, ce critère sera pris en compte, sans pour autant être déterminant.

## ii. Les offres publiques de retrait et le retrait obligatoire.

9. Le droit boursier français prévoit qu'une personne puisse mener une opération dite de *public to private*, c'est-à-dire retirer une société de la bourse. L'intérêt est de maîtriser, seul ou de concert, la totalité du capital et de ne plus avoir à se soumettre aux obligations réglementaires particulièrement strictes imposées aux sociétés cotées sur un marché financier. Ce retrait de la cote prendra la forme d'une offre publique de retrait<sup>26</sup>. L'actionnaire majoritaire proposera alors à l'ensemble des autres actionnaires de racheter leurs titres pendant une certaine période. L'introduction de l'offre publique de retrait<sup>27</sup> en droit français a été réalisée en 1989<sup>28</sup>, la loi autorisant le régulateur boursier de l'époque, la Commission des opérations de Bourse, à définir dans son règlement général des cas d'offres publiques de retrait si la société dont les titres étaient cotés est transformée en société en commandite par actions ou si des transformations statutaires ou financières viennent à dénaturer l'investissement des actionnaires. Comme souvent en droit boursier, la loi est venue valider une pratique antérieure du régulateur. En l'occurrence ce dernier cherchait à empêcher qu'un actionnaire majoritaire profite de sa position au capital de la société pour imposer un changement radical dans celle-ci, sans offrir une porte de sortie à un prix équitable aux autres actionnaires<sup>29</sup>. Les cas d'offre publique de retrait sont limitativement énumérés<sup>30</sup>. Le premier cas vise une société, dont l'actionnaire majoritaire, agissant seul ou de concert, détient 95% des droits de vote de ladite société, un actionnaire pouvant alors solliciter de l'AMF le dépôt

---

<sup>25</sup> *Infra*, n°147.

<sup>26</sup> L'Article L263-3 RGAMF dispose ainsi que : « *Lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert, (...), au moins 95% des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union Européenne (...), y compris la France, ou ont cessé de l'être, peuvent déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait visant les titres de capital ou de droits de votes donnant accès au capital non détenus par eux* ».

<sup>27</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°2500 et suivants.

<sup>28</sup> Loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.

<sup>29</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°2502.

<sup>30</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°2510 et suivants. Chapitre VI sur les offres publiques de retrait du Livre II du RGAMF pris en application de l'article L.433-4 C. Mon. Fin.

d'une offre publique de retrait pour se voir offrir une porte de sortie<sup>31</sup>. La même possibilité, dans les mêmes conditions, existe pour les détenteurs de certificats d'investissement<sup>32</sup>. Cette demande peut surtout être déposée par les actionnaires majoritaires détenant 95% des droits de vote de la société, que les titres soient des actions<sup>33</sup> ou des certificats d'investissement<sup>34</sup>. Outre ces possibilités tenant au seuil des 95% des droits de vote, il existe deux autres situations pouvant donner lieu à une offre publique de retrait. Dans le premier cas, si une société anonyme est transformée en société en commandite par actions, l'actionnaire contrôlant la société devra alors déposer un projet d'offre publique de retrait visant l'ensemble des titres de la société<sup>35</sup>. Dans le second cas, l'actionnaire majoritaire devra aussi déposer une offre publique de retrait si l'AMF estime<sup>36</sup> que le changement des dispositions statutaires<sup>37</sup> ou que l'investissement sera dénaturé suite à une fusion, à la cession du principal des actifs, de l'absence de rémunération des actionnaires ou de la réorientation de l'activité sociale<sup>38</sup>.

**10.** Etant donné qu'il est irréaliste que l'ensemble des actionnaires apportent leurs titres, une offre publique peut être suivie d'une procédure de retrait obligatoire<sup>39</sup>. Relevons que s'il est nécessaire qu'une offre publique ait précédé le retrait obligatoire, il peut s'agir de n'importe quelle offre publique, et non uniquement d'une offre publique de retrait<sup>40</sup>. Le

---

<sup>31</sup> Article 236-1 RGAMF : « Lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, au moins 95 % des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de (Arrêté du 31 janvier 2011) « l'Union » européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander à l'AMF de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait ».

<sup>32</sup> Article 236-2 RGAMF.

<sup>33</sup> Article 236-3 RGAMF.

<sup>34</sup> Article 236-4 RGAMF.

<sup>35</sup> Article 236-5 RGAMF: « Lorsqu'une société anonyme dont les titres de capital sont admis sur un marché réglementé est transformée en société en commandite par actions, la ou les personnes qui contrôlaient la société avant sa transformation ou le ou les associés commandités sont tenus, dès l'adoption par l'assemblée générale des actionnaires dès la résolution tendant à la transformation de la société, de déposer un projet d'offre publique de retrait ne comportant aucune condition minimale et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme ».

<sup>36</sup> Article 236-6 alinéa 4 RGAMF: « L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait ».

<sup>37</sup> Article 236-6 1° RGAMF: « Lorsqu'elles se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés ».

<sup>38</sup> Article 236-6 2° RGAMF: « Lorsqu'elles décident le principe de la fusion de cette société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital ».

<sup>39</sup> Article L.237-1 RGAMF.

<sup>40</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°2505.

règlement général de l'AMF<sup>41</sup> distingue clairement entre les retraits obligatoires faisant suite à une offre publique de retrait<sup>42</sup> et ceux faisant suite à une offre publique<sup>43</sup>. Avant l'introduction de ce mécanisme, certains actionnaires venaient à contrôler la société à plus de 99%, suite à une offre publique de retrait, sans pour autant réussir à contrôler la totalité du capital<sup>44</sup>. Elles seront donc toujours prévisibles. Cette offre publique de retrait obligatoire est aussi dénommée *squeeze-out*. Dans ce cas de figure, l'actionnaire majoritaire se verra « transférer » l'ensemble des titres des autres actionnaires représentant moins de 5% du capital de la société, sous réserve d'une procédure protectrice des droits des actionnaires minoritaires quant à la fixation du prix. Elle peut généralement être mise en œuvre « à l'issue de toute offre publique »<sup>45</sup>, si l'initiateur détient plus de 95% du capital de la cible<sup>46</sup>. Le *squeeze out*, qui « réalise une véritable expropriation pour cause d'utilité privée »<sup>47</sup>, a été introduit en 1993<sup>48</sup>. Cette procédure vise à ce que l'actionnaire majoritaire détienne la majorité du capital, ce qui lui facilitera la gestion et ses interventions dans cette dernière<sup>49</sup>. Ces opérations se prêtent particulièrement à l'intervention des *hedge funds* étant donné que ces derniers peuvent bloquer l'offre en détenant plus de 5% du capital de la société.

## **b. L'identification rationae temporis.**

11. La période d'offre publique se distingue de la période de vie normale de la société (i) car un régime juridique spécifique, visant à encadrer le déroulement de l'offre, rentre en vigueur une fois l'offre annoncée (ii).

---

<sup>41</sup> Chapitre VII sur le retrait obligatoire du Livre II RGAMF.

<sup>42</sup> Article 237-1 et suivants RGAMF.

<sup>43</sup> Article 237-14 et suivants RGAMF.

<sup>44</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°2504.

<sup>45</sup> Section 2 du Chapitre VII du Titre III RGAMF sur le Retrait obligatoire à l'issue de toute offre publique.

<sup>46</sup> Article 237-14 RGAMF.

<sup>47</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°2503.

<sup>48</sup> Loi n°93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

<sup>49</sup> Alain Viandier, *Ibid*, n°2503. Cela apparaît légitime à cet auteur étant donné que l'actionnaire majoritaire évitera ainsi de devoir gérer la société avec des actionnaires minoritaires pouvant lui causer de multiples problèmes : « Il faut bien voir qu'à l'ombre des disparus, des amnésiques et des négligents, qui forment les plus gros contingents des actionnaires « très minoritaires » évoqués lors des travaux préparatoires, se tiennent en embuscade des actionnaires particulièrement vétilleux, attentifs aux faux pas provoqués par une réglementation labyrinthique ».

### i. La période de vie normale.

12. Les investisseurs interviennent à des moments différents de la vie des entreprises, et vont donc être soumis à une réglementation différente. Ils peuvent ainsi prendre une position dans la société cible pendant le cours de la vie de l'entreprise. Ils agiront de la sorte, soit pour constituer une participation en vue d'une campagne activiste, soit pour entrer dans la société à un faible prix en spéculant sur la possibilité de réaliser un arbitrage favorable lors d'une offre future. Les fonds activistes commencent par identifier une société, généralement sous-évaluée. Ils constituent ensuite une participation significative et, à l'occasion du premier franchissement de seuil déclarent leur intention d'engager le conseil d'administration<sup>50</sup>. A l'inverse, les fonds arbitragistes constitueront une participation sans pour autant la porter à la connaissance du public. L'intervention de ces actionnaires ne doit donc pas être analysée uniquement en période dite d'offre publique, mais aussi dans la période la précédant. C'est même à ce moment-là que tout peut se jouer. Dans ce cas, la réglementation applicable est celle de toute société cotée. Aucune réglementation *ad hoc* visant ce type d'opération en particulier n'existe. On pourra donc naturellement penser aux règles portant sur les franchissements de seuils<sup>51</sup>, les offres publiques obligatoires<sup>52</sup>, l'action de concert<sup>53</sup>, le délit d'initié<sup>54</sup>, la manipulation de cours<sup>55</sup> et plus généralement à l'ensemble des règles spécifiques entourant la négociation d'actions de sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Aucune règle particulière ne viendra restreindre l'action des dirigeants ou des actionnaires de l'entreprise cible qui seront parfaitement libres de combattre l'intervention de certains actionnaires par l'ensemble des moyens légaux à leur disposition. Une véritable dichotomie existe donc entre cette période et celle dite d'offre publique, et de pré-offre, pendant laquelle tout un corpus de règles particulières et extrêmement contraignantes vont venir s'appliquer.

---

<sup>50</sup> Entrepreneurial Shareholder Activism : Hedge funds and Other Private Investors, Klein et Zur, NYU Law and Economis Research paper n°140/2006 et Hedge fund activism and takeovers, Greenwood and Schor, Harvard Law School Working Paper, July 2007.

<sup>51</sup> Article L.233-7 I et II C. com.

<sup>52</sup> Article L.433-3 C. Mon. Fin.

<sup>53</sup> Article L.233-10 C. com.

<sup>54</sup> Article L.465-1 C. Mon. Fin.

<sup>55</sup> Article L.465-2 C. Mon. Fin.

## ii. La période d'offre publique.

13. Le premier volet consiste dans la période de pré-offre<sup>56</sup>. Cette période n'existait pas auparavant et est entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> octobre 2009<sup>57</sup> suite à son introduction en 2006<sup>58</sup>. Elle est clairement limitée dans le temps<sup>59</sup>. Elle commencera avec la publication par le futur initiateur de l'offre des caractéristiques de cette dernière, alors encore en projet. Elle s'achèvera avec l'avis du dépôt de l'offre, ou, si ce dernier n'a pas lieu, par l'expiration du délai fixé par l'AMF dans le cadre de la procédure de *put up or shut up* ou encore par la renonciation explicite du potentiel initiateur à son projet d'offre publique. Pendant cette période, des restrictions seront apportées dès que l'initiateur aura porté à la connaissance du public son intention de faire une offre sur les titres de la société cible. Ces restrictions portent notamment sur l'intervention sur les titres de l'initiateur et de la cible et sur des obligations de déclarations renforcées<sup>60</sup>. Les restrictions apportées à l'intervention sur les titres viennent empêcher quasiment toute intervention de l'initiateur sur les titres, ces restrictions concernent aussi les prestataires de services d'investissement intervenant dans le cadre de l'offre et donc « concernés » par cette dernière<sup>61</sup>. Le deuxième volet consiste en la période d'offre elle-même, cette période dure en principe « 25 jours de négociation »<sup>62</sup>, et s'ouvre « au lendemain de la diffusion de la note d'information visée établie conjointement par l'initiateur et la société visée, soit de la note d'information établie par l'initiateur »<sup>63</sup>. Cette publication s'effectue 25 jours après le dépôt du projet d'offre dans le cadre d'un conflit d'intérêt entre les deux parties et où l'intervention d'un expert est nécessaire (ce délai comprenant le dépôt de la note en réponse)<sup>64</sup>. Il ne sera que de dix jours dans le cadre d'une offre non sollicitée, c'est-à-

---

<sup>56</sup> L'institution d'une période de pré-offre découle des modifications du Titre III sur les Offres publiques d'acquisition du Livre II RGAMF qui ont été homologuées par l'arrêté du 10 juillet 2009, publié au JO du 17 juillet 2009.

<sup>57</sup> Communiqué de Presse de l'AMF du 20 juillet 2009. « Elle s'étend de l'annonce par l'initiateur des caractéristiques du projet d'offre au début de la période d'offre ou, à défaut, à la date de renonciation par l'initiateur de son projet d'offre. La plupart des règles applicables en période d'offre, s'agissant des interventions et du contrôle des opérations sur les titres visés, sont étendues à cette période de pré-offre dont le début et la fin font l'objet d'une publicité par l'AMF ».

<sup>58</sup> Loi n°2006-387 relative aux offres publiques d'acquisition du 31 mars 2006.

<sup>59</sup> Catherine Maison-Blanche, La phase de pré-offre : les règles applicables aux interventions sur les titres faisant l'objet d'une future offre publique, RD bancaire et fin., 2008, n°6, prat.6.

<sup>60</sup> Catherine Maison-Blanche, *Ibid.*

<sup>61</sup> Didier Martin, Benjamin Kanovitch, Florent Mazon, Retour sur les raisons et enjeux des règles encadrant les interventions sur titres dans le cadre d'offres publiques à l'occasion de l'entrée en vigueur des modifications apportées au Règlement général de l'AMF, Chronique Public M&A – Offres publiques, RTDF n°3 – 2009, p.82.

<sup>62</sup> Article 232-2 RGAMF.

<sup>63</sup> Article 231-32 RGAMF.

<sup>64</sup> Article 231-26 et 231-20 RGAMF.

dire hostile<sup>65</sup>. Une fois la période d'offre ouverte, l'AMF est toujours en mesure de reporter la date de clôture pendant la durée de l'offre<sup>66</sup>, notamment dans le cas de l'apparition d'une offre concurrente ou d'autres événements particuliers pouvant le justifier.

14. À travers ces deux périodes, tout un corpus de règles est imposé à la fois aux acteurs directs de l'offre publique, c'est-à-dire les sociétés elles-mêmes, leurs dirigeants et leurs conseils<sup>67</sup> mais aussi aux intervenants sur le marché, notamment en ce qui concerne l'achat de titres de la société cible et les éventuelles actions de concert avec l'initiateur de l'offre ou la société cible<sup>68</sup>. A ce stade de notre étude nous relèverons la pertinence de l'introduction de cette période de pré-offre en droit français<sup>69</sup>. Cela a en effet conduit à ce que les règles de la période d'offre publique viennent s'appliquer dès l'annonce de l'offre par son initiateur. Il s'agit d'un point fondamental avec les fonds spéculatifs. Ceux-ci raisonnent en effet en termes financiers et, sur un marché, selon la doctrine économique, le prix de l'action intègre, en théorie, l'ensemble des informations disponibles au moment donné sur la société<sup>70</sup>. Les fonds agiront dès le moment où l'information de l'offre sera publique et n'attendront pas l'ouverture de la période d'offre pour prendre position au capital de la société. Il est donc logique que le droit des offres publiques vienne embrasser cette situation dès que l'information circule et non uniquement à partir de la formalisation de l'offre.

## **2. L'identification des acteurs.**

15. Les *hedge funds* figurant au premier rang des acteurs qui vont adopter des stratégies de court-terme qui pourront avoir une influence décisive sur l'issue de l'offre (a), il nous faut clairement distinguer ces *hedge funds* des OPCVM qui seront dans l'impossibilité d'adopter des stratégies similaires (b).

---

<sup>65</sup> Article 231-20 RGAMF.

<sup>66</sup> Article L.231-34 RGAMF.

<sup>67</sup> Section 10 sur les « Obligations des dirigeants, des personnes concernées par l'offre et de leurs conseils », du Chapitre 1<sup>er</sup> du Titre III RGAMF.

<sup>68</sup> Section 11 sur « L'intervention sur les titres des sociétés concernés par l'offre publique » du Chapitre 1<sup>er</sup> du Titre III RGAMF.

<sup>69</sup> Cette période existait déjà en droit anglais, voir la définition de *Offer period* du Takeover Panel.

<sup>70</sup> Pour un résumé de l'ensemble de la doctrine économique sur ce sujet voir D Kershaw, *Company Law in Context : Text and Materials*, Web Chapter A : The Market for corporate control, disponible au lien suivant : [http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199215942/resources/chapters/Web\\_Chapter\\_A.pdf](http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199215942/resources/chapters/Web_Chapter_A.pdf)

## a. Les hedge funds.

16. Il nous faut préalablement chercher une définition des *hedge funds* pour les identifier précisément et les distinguer des autres acteurs (i). Ces fonds appartiennent à un secteur en constante évolution dont les autorités étatiques cherchent à renforcer l'encadrement (ii) étant donné qu'ils adoptent des stratégies spécifiques, généralement fondées sur le recours à l'effet de levier (iii).

### i. La recherche d'une définition et les principales caractéristiques.

17. La recherche d'une définition juridique d'un acteur économique passe généralement par la définition qu'en a donné le législateur, ou bien la jurisprudence lorsqu'elle a eu à faire à un contentieux impliquant une telle notion, et que le besoin d'une telle définition existait. Nous sommes ici confrontés à un terme financier visant plus particulièrement un secteur de la gestion d'actifs qui s'est construit par opposition à d'autres modèles de gestion<sup>71</sup>, comme celui des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM)<sup>72</sup>. Aucune définition juridique n'est disponible à l'heure actuelle en droit français, malgré l'importance de cette industrie. Une définition négative peut être trouvée en droit européen<sup>73</sup> ; le critère principal de cette définition<sup>73</sup> consistant, pour le fonds, à ne pas être enregistré comme un OPCVM<sup>74</sup>. En droit américain, selon la *Security and Exchange Commission*, un *hedge fund* est toute « entité qui détient des titres financiers », qui

---

<sup>71</sup> Voir Deloitte Finance, juin 2005 sur le site de l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC). [http://www.afic.asso.fr/Images/Upload/Partenariats/ft15\\_hedge\\_funds\\_0605.pdf](http://www.afic.asso.fr/Images/Upload/Partenariats/ft15_hedge_funds_0605.pdf), au 23/11/2011.

<sup>72</sup> Articles L.214-2 et suivants et L.231-3 et suivants C. Mon. Fin.

<sup>73</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements n°1060/2009 et n°1095/2010. . Article 4(1)(a) de la directive (...) « Aux fins de la présente directive, on entend par fonds d'investissement alternatif, des organismes de placement collectif, y compris leurs compartiments d'investissement, qui : (i) lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs ; et (ii) ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE ».

<sup>74</sup> Voir notamment l'analyse de M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, Les hedge funds : Entrepreneurs ou requins de la finance ?, p.295, Perrin. Les auteurs citent notamment le rapporteur du texte, l'eurodéputé Jean-Paul Gauzès (PPE), « ce périmètre peut se justifier par les difficultés pratiques pour mettre en œuvre les mesures sectorielles circonscrites et non contournables. Il est en effet très difficile de définir un hedge fund ou un fonds de private equity. Etant donné l'hétérogénéité de fonds d'investissements alternatifs, il convient de ne pas multiplier les exemptions afin de ne pas vider la proposition de directive de sa substance. Il me paraît préférable de travailler sur un champ d'application plus large tout en veillant à la proportionnalité du texte au regard des différentes catégories de fonds couvertes ».

est commercialisée de manière privée et qui n'est pas enregistrée comme un *Mutual Fund*<sup>75</sup>. Cette absence de définition précise peut apparaître logique étant donné que la réglementation s'appliquant aux *hedge funds* ne les touche pas en tant que tels mais va s'appliquer aux véhicules utilisés par les fonds pour effectuer leurs investissements. Les *hedge funds* seront ensuite régulés par les règles propres à la commercialisation des produits financiers. Enfin, cette réglementation va surtout s'appliquer aux gérants à défaut de pouvoir viser les véhicules<sup>76</sup>. La notion de *hedge funds* apparaît donc comme une catégorie fourre-tout<sup>77</sup>.

**18.** Le terme de *hedge funds* définit une approche dans la stratégie d'investissement, celle d'une stratégie de couverture. Nous proposons de retenir la définition suivante : « *Le terme hedge funds implique un fonds, ou un véhicule d'investissement collectif, qui permet à différents investisseurs de contribuer à la constitution d'un ensemble d'actifs communs qui seront investis en utilisant le hedge, c'est-à-dire en cherchant à minimiser le risque inhérent à un investissement en prenant une participation dans un autre actif dont il a anticipé un mouvement dans la direction inverse du premier. Ce terme implique que le but du fonds est de procurer aux investisseurs un retour sur investissement stable* »<sup>78</sup>. Il s'agit d'une définition économique et financière ne pouvant recevoir une transposition juridique adéquate, notamment du fait de la multiplicité des véhicules juridiques utilisés pour poursuivre cette stratégie d'investissement. Les auteurs juridiques s'intéressant au sujet sont obligés de recourir à des définitions négatives<sup>79</sup>. Cette recherche d'une définition est aussi compliquée par le fait que les *hedge funds* effectuent des arbitrages juridiques pour échapper aux réglementations les plus contraignantes. Ainsi, dans la majorité des cas, s'ils sont réglementés, ce n'est pas par l'édition d'une règle de droit émanant d'une juridiction et les

---

<sup>75</sup> Dale Gabbert, Chapter 1 : What is a hedge fund?, 1.2, Hedge Funds, Lexis Nexis. SEC staff report, Implications of the growth of hedge funds 3 (2003).

<sup>76</sup> Article 2.2, *Ibid.*

<sup>77</sup> « *Il y a en effet presque autant de définitions des « hedge funds » ou fonds alternatifs que de régulateurs ou de directives, telle la directive AIFM qui englobe tous les fonds alternatifs dans une seule et même catégorie. Les praticiens s'accordent toutefois sur un certain nombre de leurs caractéristiques : ils opèrent dans un cadre réglementaire plus souple selon les juridictions et peuvent utiliser une grande variété d'instruments (dérivés, etc), de techniques (vente à découvert, etc) et de niveau d'endettement (« effet de levier »). Ils se rémunèrent en prélevant une partie (20%) de la performance générée* », Nassim Aït-Kacimi, « Hedge funds » : une catégorie fourre-tout, Les Echos, 30 janvier 2013.

<sup>78</sup> Dale Gabbert, Chapter 1 : What is a hedge fund?, 1.2, Hedge Funds, Lexis Nexis. On relèvera que l'auteur qualifie lui-même sa définition de « *bonne mais simpliste* ».

<sup>79</sup> Ainsi, Marcel Kahan et Edward B. Rock définissent les *hedge funds* comme étant « *des fonds nous soumis à la réglementation applicable en vertu de l'Investment Company Act qui investissent principalement dans des titres financiers admis à la négociation sur un marché réglementé ou des produits dérivés* ». U. Pa. L. Rev., Vol 155, p.1024.

visant particulièrement<sup>80</sup>, mais par des règles édictées pour poursuivre d'autres objectifs auxquels ils se retrouvent soumis dans le cadre de leurs activités. L'appréhension juridique de ces acteurs se fera principalement à travers les structures juridiques qu'ils utilisent et à travers la notion de propriété des titres de capital<sup>81</sup>. Cette situation est cependant peut-être en train de changer. Le législateur européen s'attache à réglementer les gérants de fonds, plus que les fonds eux-mêmes<sup>82</sup>.

**19.** Cela ne doit cependant pas nous empêcher d'identifier clairement des acteurs. Il est généralement admis qu'ils partagent plusieurs caractéristiques communes qui permettent de les différencier des autres acteurs sur les marchés financiers<sup>83</sup>. On peut ainsi distinguer six caractéristiques principales<sup>84</sup>. La première tient dans le fait que les *hedge funds* investissent la majorité du capital qu'ils ont sous gestion dans des instruments financiers. La seconde caractéristique, et l'une des plus importantes, est que les *hedge funds* ne sont généralement pas réglementés. Ils sont principalement situés dans des juridictions bienveillantes à leur égard. Ces implantations s'expliquent aussi par des considérations fiscales. Ensuite, les *hedge funds* ont généralement des stratégies d'investissements beaucoup plus larges que les OPCVM. En effet, ils ne sont pas soumis à certaines règles dont le but est d'encadrer les techniques d'investissement (notamment le recours à l'effet de levier) et d'assurer une certaine diversification<sup>85</sup>. La quatrième caractéristique est que, généralement, ils ne sont pas commercialisés dans le public. La cinquième tient dans le fait que ces fonds jouent principalement sur l'effet de levier. Ils cherchent ainsi à décupler le rendement par rapport au capital investi en ayant recours à des produits dérivés. La sixième caractéristique concerne les frais de gestion qui sont généralement bien plus élevés que la moyenne. Ils percevront un pourcentage sur les actifs gérés compris entre 1,5, 2% et 20% sur les gains effectués. Ce modèle de rémunération peut être vu comme étant le plus petit dénominateur commun entre l'ensemble des *hedge funds*. Relevons qu'aucun consensus n'existe sur les caractéristiques

---

<sup>80</sup> Il faut certainement se rendre à l'évidence sur la difficulté d'instaurer une telle législation. Le législateur national doit prendre en compte de nécessaires objectifs de protection de son attractivité économique et, au niveau international, certains États refusent tout projet de réglementation.

<sup>81</sup> L'auteur emploiera donc le terme de *hedge funds* pour désigner l'ensemble des acteurs regroupés dans cette catégorie par leurs caractéristiques économiques communes.

<sup>82</sup> Pierre-Emmanuel Dupont, La directive AIFM sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, RD bancaire et fin., 2011, septembre-octobre, p.13.

<sup>83</sup> Entretien de l'auteur avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan London en date du 21 novembre 2011.

<sup>84</sup> Dale Gabbert, *Ibid.*

<sup>85</sup> Ils ne sont pas soumis aux règles de diversification de la directive 85/611/EC UCITS (« *Undertaking for Collective Investment and Transferable Securities* ») en date du 20 Décembre 1985 et de la Directive 2001/108/EC UCITS III.

permettant d'identifier les *hedge funds*<sup>86</sup>. L'ensemble de ces caractéristiques ne sont pas propres aux *hedge funds*, mais un fonds remplissant cumulativement l'ensemble de ces critères peut être qualifié de *hedge funds*.

## ii. L'évolution de ce secteur économique et de la réglementation.

**20.** Il est traditionnellement rapporté que le premier *hedge fund* avait été créé par Alfred Winslow Jones aux Etats-Unis en 1949<sup>87</sup>. Il créa un fonds d'investissement non réglementé dans le but de vendre des titres à découvert, mais aussi d'acheter des titres dont il anticipait la hausse pour réaliser une plus-value lors de leur revente. Son objectif était d'assurer un rendement avec les plus-values créées par ses ventes à découvert si ses positions à la hausse ne produisaient pas les plus-values espérées. Il a donc *hedgé* ses positions à la hausse par le biais de ces ventes. Comme le relève Michel Aglietta<sup>88</sup>, Jones estimait qu'une stratégie performante passait plus par le *stock picking* (sélection de titres spécifiques) plutôt que le *market timing* (anticipation des évolutions du marché). Pour répondre à cette stratégie, il utilisait à la fois l'effet de levier (en s'endettant pour accroître les capitaux propres) et la vente à découvert (pour anticiper la baisse des cours). Par la suite, la publication d'un article<sup>89</sup> sur les premiers *hedge funds*, entraîna un élan de création de structures identiques, notamment pour profiter de l'envolée des marchés boursiers<sup>90</sup>. Cette stratégie est à la base de l'ensemble des stratégies d'investissement des *hedge funds*, quels que soient leur taille et leur domaine d'activité.

**21.** L'histoire des *hedge funds* fût ensuite marquée, en 1998, par la faillite du fonds LTCM qui, suite à des prises de position sur des obligations russes, avait menacé la stabilité des marchés financiers. Cette faillite mit à la lumière l'un des principaux défauts et reproche

---

<sup>86</sup> Dans leur ouvrage, M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot (*Les hedge funds : Entrepreneurs ou requins de la finance ?*, p.96 et suivants, Perrin) répertorient les caractéristiques suivantes : 1. Des *pools* de capital privé soumis à une réglementation allégée ; 2. Les doubles commissions de rémunération des « *hedge funds* » ; 3. Le recours à l'effet de levier ; L'existence des prime brokers « *principales contreparties des hedge funds* ».

<sup>87</sup> Dale Gabbert, *Ibid*, 1.3.

<sup>88</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*, p.15.

<sup>89</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*. L'article en question était: « *The Jones Nobody Keeps Up With* », Carol J. Loomis, Fortune, 1966.

<sup>90</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*, p.19.

effectué à l'encontre de cette industrie : l'aléa moral<sup>91</sup>. On estime en effet que les fonds, tout comme certaines banques, ne supportent pas le coût réel des dommages qu'ils peuvent causer aux autres acteurs économiques<sup>92</sup>. Cette faillite est surtout emblématique du risque que peut faire peser ce type de fonds sur le reste de l'économie. Il apparaît cependant que les fonds intervenant dans les offres publiques seront moins à même de poser un tel risque. Cela révèle une certaine fixation des gérants sur leurs objectifs. Ils ne prennent pas en compte les conséquences que leur gestion peut avoir sur les autres acteurs économiques qu'elle impacte directement ou indirectement. Ceci peut aussi être lié à un excès de confiance des gérants dans leurs analyses, conduisant à des prises de positions risquées, pour le fonds et les autres acteurs, mais dont ils pensent que ce risque ne peut pas se réaliser.

22. Ce secteur a maintenant un poids important dans la finance mondiale. A la fin 2008, une estimation fait état de 1200 milliards de dollars sous gestion<sup>93</sup>. Cette somme serait répartie entre quelques 8000 acteurs différents<sup>94</sup>. Le *hedge fund* moyen aurait ainsi quelques 100 millions de dollars sous gestion tandis que les plus importants en généreraient plus de 10 milliards<sup>95</sup>. Les auteurs parlent uniquement d'estimations étant donné qu'aucune centralisation de ce type de données n'existe. Il est d'ailleurs probable que le montant de ces actifs soit en baisse, du fait de la crise financière et de leurs récentes performances<sup>96</sup>. Les

---

<sup>91</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid* p.7 : « *Il y a aléa moral lorsqu'un preneur de risque ne supporte pas la totalité du risque incorporé dans les positions qu'il prend sur les marchés d'actifs. Le risque n'étant pas correctement évalué dans les prix est transféré d'une manière opaque à d'autres acteurs qui n'en ont pas conscience. Tant que le risque ne se réalise pas, le preneur de risque tire sur un rendement de ses positions (par exemple sous la forme de commissions excessives qu'il fait payer à ceux qui lui apportent des capitaux pour les investir). Cette distorsion dans l'évaluation et la prise en charge du coût du risque favorise les prises de risque excessives* ».

<sup>92</sup> Thierry Bonneau, Aléa moral et régulation financière, Bull. Joly Bourse, Décembre 2012, p.526. L'auteur cite une autre définition de l'aléa moral (celle de M. Petitjean, Biais comportementaux, aléa moral et juste réparation, RD bancaire et fin., 1/2009, p.63) : « *L'aléa moral provient du fait qu'un individu ou une institution, qui ne supporte pas pleinement les conséquences de ses propres actions, adapte son comportement et prend plus de risques qu'il ou elle ne le ferait autrement* ».

<sup>93</sup> Le marché et les offres publiques, S. Tadjbakhsh et P. Hudry, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, Lexis Nexis, Litec.

<sup>94</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*. Hedge Funds and the SEC : Still Free, The Economist, 1er juillet 2006. Aussi, dans l'exposé des motifs de la directive, §1.1, la Commission relevait : « *Les hedge funds ont contribué à l'inflation du prix des actifs et à la croissance rapide des marchés de crédits structurés. La liquidation soudaine de positions importantes avec effet de levier, en réaction au durcissement des conditions de crédit et aux demandes de remboursement des investisseurs, a eu un effet procyclique sur les marchés en déclin et a pu avoir des effets négatifs sur la liquidité des marchés. Les fonds de hedge funds ont connu de graves problèmes de liquidité : ils n'ont pu procéder à des liquidations d'actifs suffisamment vite pour satisfaire les demandes de retrait d'argent des investisseurs, ce qui a conduit certains fonds de hedge funds à suspendre ou limiter d'une autre manière les remboursements* ».

<sup>95</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*.

<sup>96</sup> Hedge Funds. Dazed and confused. Hedge funds have had a horrible year – and it could get worse. The Economist, 3 décembre 2011.

*hedge funds* doivent apprendre à évoluer dans des temps plus difficiles<sup>97</sup>. Le terme générique de *hedge fund*, contrairement à celui de *private equity*<sup>98</sup>, regroupe cependant un nombre très important de secteurs d'investissement très différents les uns des autres. Certains vont ainsi avoir une approche généraliste des produits, et investir en fonction des opportunités qu'ils trouvent<sup>99</sup>, d'autres vont se spécialiser dans un produit en particulier. Aussi, les *hedge funds* tendent à se spécialiser de plus en plus, voire à adopter des stratégies propres qui peuvent être qualifiées de hyperspécialisées<sup>100</sup>. Par ailleurs, les fonds tendent à ne plus être totalement autonomes et isolés. Les grandes banques d'investissement ont compris les opportunités que représentaient la gestion alternative et tendent à, soit développer leurs propres *hedge funds*, soit à créer des fonds de *hedge funds*<sup>101</sup>. L'ensemble de ces constatations nous montrent que les fonds, de par la concurrence existante entre eux, tendent naturellement à une hyperspécialisation, l'activisme actionnarial et le *merger arbitrage* étant une stratégie d'investissement parmi d'autres.

**23.** La réglementation des *hedge funds* est un sujet constant de controverse<sup>102</sup>, autant que les *hedge funds* eux-mêmes<sup>103</sup>, tant elle présente de nombreux défis<sup>104</sup>. Il n'est pas anodin que 8.000 *hedge funds* (c'est-à-dire les trois quarts des fonds à l'heure actuelle) soient installés aux Iles Caïman<sup>105</sup>, cela démontre bien la recherche d'un lieu alliant à la fois faible imposition

---

<sup>97</sup> Nessim Aït-Kacimi, Les hedge funds doivent apprendre à gérer la fin de l'âge d'or, Les Echos, 20 novembre 2011.

<sup>98</sup> Ces derniers fonds n'ont d'ailleurs en commun que d'être considérés comme des fonds d'investissement au sens générique du terme. Ils ont aussi été fortement impactés par la crise économique (Audrey Tonnelier, Les prédateurs financiers se sont éloignés, Le Monde, 17 avril 2012) et sont même sous la pression des hedge funds activistes (Christine Lejoux, Le capital-Investissement sous la pression des fonds activistes, La Tribune, 29 mai 2012)

<sup>99</sup> On peut ainsi penser au fond de Monsieur Paulson, connu pour avoir anticipé la crise des subprimes et effectué de considérables plus values sur des *Collateralized Debt Obligations* (CDO) mais qui a plus récemment choisi d'investir dans les matières premières.

<sup>100</sup> Un exemple est le fonds de Nathanael de Rothschild, spécialisé dans l'investissement dans le capital d'entreprises minières des pays émergents pour améliorer leur gouvernance et les introduire sur le London Stock Exchange. The Financial Times, 18 novembre 2011.

<sup>101</sup> Pour s'en convaincre, on pourra utilement se reporter au site internet de la banque JP Morgan ([http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/am/ia/investment\\_strategies/hedge\\_funds](http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/am/ia/investment_strategies/hedge_funds)), ou de Goldman Sachs (<http://www2.goldmansachs.com/gsam/institutions/products/institutional-strategies/alternatives/hedge-funds/index.html>). Sites consultés le 23 novembre 2011.

<sup>102</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*, Chapitre 8 : Controverse autour de la supervision des *hedge funds*, Perrin.

<sup>103</sup> Philippe Escande, Faut-il brûler les hedge funds ?, Les Echos, 5 mars 2007.

<sup>104</sup> Gérard Rameix, Les défis de la régulation des hedge funds, Rev. Eco. Fin., 2009, 93, p.239 ; Arnaud Oseredczuk, La régulation de la gestion d'actifs face aux défis européens et internationaux, Revue de l'Autorité des Marchés Financiers, 2008, 52, p.1.

<sup>105</sup> Cayman Fund investors urge transparency, The Financial Times, 21 Novembre 2011. Le lecteur s'apercevra de la contradiction de ce chiffre avec celui effectué en 2006. Deux explications peuvent cependant être avancées. Tout d'abord, le nombre de fonds s'est probablement accru pendant cette période. Surtout, l'estimation du nombre de ces acteurs ne peut être certaine du fait de l'absence d'enregistrement et de données centralisées.

et faible réglementation<sup>106</sup>. Cette optimisation de la réglementation applicable a notamment pour objectif d'éviter les règles visant à limiter les possibilités d'investissement. Il faut aussi souligner que la réglementation a un coût, ainsi l'installation dans des pays n'imposant qu'une faible réglementation à ces fonds permet aux gérants d'effectuer des économies substantielles. Cette recherche permanente du meilleur arbitrage vers les législations les plus souples, et donc les plus favorables, est très probablement la marque de fabrique des *hedge funds*. L'absence de réglementation n'est pas totale. Outre les règles européennes, une réglementation professionnelle s'est mise en place, notamment pour donner des assurances aux clients souhaitant investir dans de tels fonds. Des règles ont été édictées quant à la valorisation des fonds<sup>107</sup> ou pour réglementer les contrats passés entre les gestionnaires et les investisseurs<sup>108</sup>. Enfin, un groupe de travail, dénommé le *Hedge Fund Working Group*, fût formé en 2007 pour édicter un code de bonnes pratiques. Il a rendu son rapport en janvier 2008 avec l'édition d'un tel code comprenant notamment des règles sur le contrat d'investissement, le contrôle des gestionnaires, l'adoption de politiques de valorisation et surtout la divulgation d'informations aux investisseurs. Les fonds s'y conforment ou non selon le principe du *comply or explain*. Il apparaît cependant nécessaire d'améliorer cette réglementation à l'heure actuelle. Si l'on prend l'exemple de la composition des conseils d'administration de ces fonds, une enquête journalistique<sup>109</sup> a démontré que des sociétés de services spécialisées aux Iles Cayman fournissaient aux fonds présents sur ce territoire des administrateurs indépendants en échange d'une rémunération annuelle. La conséquence directe étant que certaines personnes se retrouvent avec un nombre de mandats rendant impossible tout travail de contrôle effectif<sup>110</sup>. De plus, ces personnes ne seront pas nommées en fonction de compétences propres adaptées aux particularités du fonds. L'administrateur indépendant, censé contrôler la gestion du fonds, apparaît plus comme une utopie qu'autre chose ; et ce dans la juridiction regroupant le plus grand nombre de *hedge funds* au monde. On notera que certains fonds prenant des positions dans le cadre des offres publiques sont

---

<sup>106</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*, p.263 : « Il est possible de distinguer deux grandes classes de centres financiers : les centres de domiciliation et les centres de gestion. Les centres de domiciliation sont généralement des places nées de la volonté politique locale d'attirer les institutions étrangères. Ces places sont caractérisées par une fiscalité avantageuse. Les centres de gestion regorgent aussi d'institutions multinationales avec des professionnels qualifiés de la finance d'investissement. Généralement, ce type de centre est localisé sur une place financière spécialisée dans la gestion des valeurs mobilières. (...) En décembre 2005, 68% des fonds spéculatifs étaient domiciliés offshore, et pour 61% de ces mêmes fonds, l'adresse du gérant était aux Etats-Unis, 26% en Europe et seulement 9,5% véritablement offshore ».

<sup>107</sup> Dale Gabbert, *Ibid*. The international Organization of Securities Commission's Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios and AIMA's guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation, 2007.

<sup>108</sup> Dale Gabbert, *Ibid*. AIMA's Industry Guidance on Side Letters, Septembre 2006.

<sup>109</sup> Cayman Fund investors urge transparency, The Financial Times, 21 Novembre 2011.

<sup>110</sup> Le Financial Times a identifié 19 individus avec plus de 50 mandats et 14 d'entre eux en détenant plus de 70.

domiciliés en Europe, notamment à la City de Londres<sup>111</sup>. Ils sont ainsi soumis à la fois à la réglementation étatique, mais aussi à la réglementation professionnelle<sup>112</sup>.

24. Les gouvernements semblent aussi avoir pris la mesure de cette absence de réglementation. Suite à la crise financière, dans laquelle certains ont décrié le rôle des *hedge funds*<sup>113</sup>, l'Union Européenne a décidé de renforcer sa réglementation, malgré l'opposition de la City de Londres<sup>114</sup>. Elle a ainsi adopté une directive sur le sujet<sup>115</sup>. Les deux objectifs sont de permettre la réglementation des fonds d'investissement alternatifs, tout en assurant la création d'un marché intérieur. La directive met en place un agrément pour les gérants des fonds d'investissement alternatifs<sup>116</sup>. Elle vient édicter des règles visant à éviter les conflits d'intérêts et les politiques de rémunération ne doivent pas encourager des prises de risques excessifs. Les fonds alternatifs doivent avoir des fonctions de gestion des risques. Ils doivent aussi chercher à prévenir le risque de liquidité et se livrer à des simulations de crises (*stress tests*). Les gestionnaires doivent aussi publier un rapport annuel sur l'exercice du fond et mettre à disposition des informations pour leurs clients (notamment sur la stratégie, les frais, les risques juridiques, l'identification du gestionnaire et l'identité du courtier principal).

### iii. Leur raison d'être économique et le recours à l'effet de levier.

25. La compréhension du rôle joué par les *hedge funds* dans le cadre des offres publiques ne peut s'effectuer sans une remise en perspective de ces acteurs dans le cadre de la finance moderne. Les investisseurs ont en effet le choix entre plusieurs secteurs d'investissement. La raison première, et sans doute la plus importante à l'existence des *hedge funds*, tient à la recherche de la diversification de ces investisseurs<sup>117</sup>. Ces derniers vont chercher à avoir des actifs gérés selon différentes stratégies et les fonds d'investissement

---

<sup>111</sup> On peut notamment citer le fond Centaurus Capital qui s'est illustré sur plusieurs opérations.

<sup>112</sup> Ainsi, les fonds domiciliés à Londres devront ainsi se soumettre au *Stewardship Code* de 2010, visant à promouvoir des comportements de long terme chez les investisseurs.

<sup>113</sup> The economist, Où est Monsieur Paulson ?, 28 juillet 2012.

<sup>114</sup> Voir notamment l'analyse de M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*, p.294.

<sup>115</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n°1060/2009 et (UE) n°1095/2010. Une synthèse des dispositions de la directive peut être trouvée au lien suivant : [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_transactions\\_in\\_securities/mi0083\\_fr.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/mi0083_fr.htm), consulté le 22/03/2012 ; Christophe Clerc, La directive AIFM, des avancées significatives au prix de compromis complexes, RTDF n°3, 2011, p.22.

<sup>116</sup> Article 6.1 de la Directive.

<sup>117</sup> Dale Gabbert, Chapter 11 : investing in hedge funds, Hedge funds, Lexis Nexis.

apportent une réponse à ces attentes. La caractéristique principale des fonds est leur modèle fondé non sur la performance par rapport à un indice boursier, mais sur leur recherche de la performance absolue<sup>118</sup>. Cela permet aux investisseurs de réduire leurs risques d'investissement, celui dans les *hedge funds* ne devant pas évoluer de la même manière que le marché. Les *hedge funds* suivront une stratégie propre et ne chercheront pas forcément à surperformer un indice de référence, contrairement aux autres fonds. Enfin, cela permettra aux investisseurs d'utiliser des stratégies qu'ils ne seraient pas capables de mettre en œuvre eux-mêmes. Cette recherche de la diversification par les investisseurs permet d'expliquer l'attrait pour ce type d'investissement. Les *hedge funds* vont être capables de mobiliser des sommes très importantes qu'ils pourront investir dans un nombre restreint de sociétés, cela leur permettant de s'emparer d'une fraction plus que significative du capital et de jouer un rôle prépondérant sur le destin de la société. Cependant, tous les *hedge funds* ne font pas de l'activisme actionnarial, ainsi seulement 5% des actifs sous gestion dans des *hedge funds* seraient utilisés à cette fin, soit environ 50 millions de dollars<sup>119</sup>.

**26.** Les *hedge funds* ont plusieurs caractéristiques qui leur sont propres dans leurs méthodes d'investissement, cependant le recours à l'effet de levier est un point fondamental dans les stratégies de *merger arbitrage*. Cela va leur permettre de jouer au maximum la performance de l'action en mobilisant peu de capital<sup>120</sup>. Ce recours à l'effet de levier peut se faire de plusieurs manières. Il y a tout d'abord l'endettement, notamment en se faisant consentir des prêts de titres (ce qui implique des coûts d'emprunt). Le fonds demandera à une contrepartie de lui prêter des titres de la société et versera une rémunération en échange. Il y a surtout l'existence de produits dérivés permettant d'effectuer des prises de position spéculatives, par exemple la souscription d'un *call*, c'est-à-dire d'une option d'achat avec un prix d'exercice supérieur au cours actuel, permettra de profiter d'une éventuelle offre publique sur la société dont le titre sert de sous-jacent à ce dérivé. Il s'agit ainsi d'un point

---

<sup>118</sup> La performance absolue peut ainsi être définie comme étant « l'ensemble de techniques de gestion qui permettent d'obtenir sur un portefeuille d'actifs une rentabilité qui est décorrélée de celle du marché financier (représentée par un indice boursier). Les *hedge funds* promettent à leurs investisseurs des performances décorrélées, cherchant plus la performance absolue que de battre un indice de marché donné. Vernimmen 2012, p.452 et chapitre 23, Dalloz. Stanley Block, *Merger arbitrage hedge funds*, Journal of applied finance, spring/summer 2006, p.90: "Dès lors, il devient nécessaire pour les gérants d'actifs d'identifier les opportunités d'investissement market neutral qui produisent des retours adéquats – peu importe les orientations des marchés ou de l'économie. C'est dans un tel environnement que l'industrie des *hedge funds* à 100 milliards de dollars a évolué".

<sup>119</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid.* Ils citent : JP Morgan, Global Mergers and Acquisitions Review, volume 89, 2006.

<sup>120</sup> Entretien de l'auteur avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan, Londres, le 21 novembre 2011.

très important dans le fonctionnement des *hedge funds*<sup>121</sup>. Notons que pour avoir une influence, l'investisseur devra avoir des droits de votes pour pouvoir peser en assemblée générale ; or les produits dérivés ne confèrent aucun droit politique dans la société.

## **b. Hedge funds et OPCVM.**

27. Les *hedge funds* sont des véhicules d'investissement spécifiques qui se distinguent des OPCVM de par leurs réglementations distinctes (i) et surtout du fait d'un modèle économique totalement différent (ii).

### **i. Les véhicules juridiques et leur réglementation.**

28. En droit français, les OPCVM seront, soit des SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable), soit des FCP (Fonds Commun de Placement)<sup>122</sup>. Dans le cadre d'une SICAV, il s'agira d'une société dont les porteurs de parts seront les actionnaires. Pour le fonds commun de placement, les porteurs de parts seront alors des copropriétaires. Leur régime diffère sensiblement des *hedge funds*. Tout d'abord, les véhicules juridiques utilisés dans le cadre des OPCVM sont largement plus réglementés que ceux utilisés par les *hedge funds*<sup>123</sup>. Ainsi, ils seront soumis à un agrément de l'Autorité des Marchés Financiers avant de pouvoir être commercialisés et devront répondre à certaines obligations préalables<sup>124</sup>. Ils devront avoir au minimum 125.000€ de fonds propres, auxquels sont ajoutés 0.02% des actifs gérés jusqu'à un plafond de 250 millions d'euros d'actifs sous gestion. Ils doivent avoir deux dirigeants responsables et des gérants en nombre suffisant avec les qualités nécessaires. Un

---

<sup>121</sup> Ainsi, 15% des *hedge funds* utilisent un effet de levier supérieur à 2 (le montant total de l'exposition est au moins le double du montant investi) et 35 à 55% des *hedge funds* utilisent un effet de levier moins important. Federal Reserve of Cleveland, *The truth about hedge funds* 2, 1999.

<sup>122</sup> Droit des Marchés Financiers, Cours de Monsieur le Professeur Thierry Bonneau, Université Panthéon-Assas, année universitaire 2009-2010.

<sup>123</sup> Ainsi, les OPCVM sont l'objet d'une réglementation spécifique. Voir la Section 1 intitulée « Les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières » du Chapitre IV du Titre Ier du Livre II du Code Monétaire et Financier.

<sup>124</sup> Voir le document de présentation réalisé par Bruno Gizard, Secrétaire Général adjoint, Direction des Prestataires, de la gestion et de l'épargne de l'Autorité des Marchés Financiers disponible. <http://www.cosumaf.org/ressources/file/pdf/La%20reglementation%20sur%20la%20gestion%20des%20OPCV%20M.pdf>. Document consulté le 28 novembre 2011.

contrat doit aussi exister avec le dépositaire et un système de contrôle approprié doit être mis en place. Enfin, s'ajoute un code de bonne conduite professionnelle poursuivant trois objectifs : assurer l'autonomie dans la gestion ; éviter les conflits d'intérêt ; garantir le meilleur service possible. Les OPCVM évoluent dans un environnement extrêmement réglementé<sup>125</sup>. Cette réglementation a été récemment renforcée<sup>126</sup> pour transposer la directive OPCVM IV<sup>127</sup>. Il faut distinguer entre les OPCVM coordonnés<sup>128</sup> et non coordonnés. Pour les premiers, entre autres mesures, le montant du capital minimum est de 300.000€, le commissaire aux comptes devra contrôler la composition de l'actif chaque semestre, les actifs sont classés en six catégories, et un décret<sup>129</sup> est venu préciser les limites d'investissement pour assurer une diversification suffisante. A l'inverse, il est frappant de noter que les *hedge funds* n'utilisent pas de véhicules juridiques spécialement créés à cet effet mais vont plutôt utiliser les entités juridiques traditionnelles. Ils vont ainsi principalement utiliser la société, le *partnership* et le *trust*<sup>130</sup>.

29. Le droit communautaire a surtout cherché à réglementer les OPCVM<sup>131</sup>, et ne commence que timidement à réglementer les *hedge funds*<sup>132</sup>. L'objectif poursuivi par le législateur européen est surtout d'harmoniser l'ensemble des règles dans le marché intérieur et de créer un passeport européen pour les OPCVM<sup>133</sup>. Les OPCVM font l'objet de règles spécifiques visant à encadrer leur politique de gestion. Ces règles ont pour but de protéger les investisseurs en les assurant que, si l'OPCVM a été agréé par le régulateur national, il ne

---

<sup>125</sup> La dernière modification en date date du 1<sup>er</sup> juillet 2010 date à laquelle la commission européenne a adopté deux règlements et deux directives d'exécution de la directive 2009/65/CE, dite OPCVM IV, du 13 juillet 2009. Isabelle Riassetto, Mesures d'exécution de la directive OPCVM IV, RD bancaire et fin., 2010, n°5, comm. 195. Sur la directive elle-même : Isabelle Riassetto, Directive OPCVM – Présentation, RD bancaire et fin., 2010, n°1, comm. 28.

<sup>126</sup> Ordonnance n°2011-915 du 1<sup>er</sup> août 2011 ; Isabelle Riassetto et Michel Storck, L'ordonnance n°2011-915 du 1<sup>er</sup> août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, RD bancaire et fin., septembre-octobre 2011, p.6.

<sup>127</sup> Directive 2009/65/CE du Parlement et du Conseil, dite OPCVM IV, du 13 juillet 2009.

<sup>128</sup> Il s'agit des OPCVM agréés conformément à la directive 2009/65/CE du Parlement Européen et du Conseil du 13 juillet 2009.

<sup>129</sup> Décret n°2011-922 du 1<sup>er</sup> août 2011 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2011-915 du 1<sup>er</sup> août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs.

<sup>130</sup> Dale Gabbert, *Ibid*, Chapter 4: Establishment options, legal form.

<sup>131</sup> La première directive a ainsi été la Directive du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectifs en valeurs mobilières. Elle a cependant été amendée plusieurs fois par la suite. Lien en date du 28/11/2011 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1985L0611:20080320:FR:PDF>. Les règles portent notamment sur les conditions d'accès à l'activité (*Article 5*) ; les conditions d'exercice (*Article 5 quinquies*) ; la liberté d'établissement et de prestation de services (*Article 6*) ; les obligations portant sur les sociétés d'investissement (*Section IV*) ; la politique de placement (*Section V*) ; et surtout les règles visant à informer les investisseurs (*Section VI*). Cette directive a bien entendu été transposée en droit français.

<sup>132</sup> *Supra*, n°25.

<sup>133</sup> Notamment aux articles L.214-1 et suivants du C. Mon. Fin.

présente pas de risque disproportionné. Les règles de composition de l'actif du fonds sont en partie déterminées par le législateur<sup>134</sup> et la législation européenne a aussi mis en place des règles de diversification<sup>135</sup>. Pour ce qui nous intéresse, un OPCVM ne pourra jamais avoir plus de 5% de ses actifs investis dans le capital d'une entreprise, alors qu'un *hedge funds* pourrait investir une grande partie de ses actifs dans une seule société. A travers ces illustrations, on voit parfaitement pourquoi les *hedge funds* cherchent à éviter toute réglementation pouvant les contraindre dans leur choix d'investissement. Cela les empêcherait de poursuivre des politiques de gestion faisant leur réputation et leur intérêt économique. De telles règles viendraient fortement les contraindre dans leur choix d'allocation du capital. Ils ne disposeraient plus de la puissance de feu financière qui leur est nécessaire pour réaliser d'importants investissements et maximiser les retours sur investissement. Ils seront donc nettement plus libres et pourront prendre des risques bien supérieurs aux gérants d'OPCVM.

## ii. Leur modèle économique.

**30.** Ces différences entre les OPCVM et les *hedge funds* s'expliquent principalement par le fait qu'ils ne visent pas les mêmes catégories d'investisseurs. Les OPCVM vont ainsi être créés dans le but de pouvoir être utilisés par l'ensemble des acteurs du marché, quelle que soit leur taille. A l'inverse, les *hedge funds* n'ont pas pour but d'être commercialisés dans le grand public. Ils visent en effet à proposer à des investisseurs institutionnels une possibilité de diversification dans leurs investissements. Cela implique dès lors des modifications dans les stratégies de gestion, en dehors même de toute réglementation. Les attentes du grand public seront tournées vers des produits ne présentant pas un risque trop important et capables de surpasser un indice de référence. Les gérants seront enclins à avoir une grande diversification de leur portefeuille<sup>136</sup>. Ce constat peut aussi être dressé pour des OPCVM qui investissent dans les situations spéciales, c'est-à-dire qui cherchent à prendre des positions

---

<sup>134</sup> L.214-20 C. Mon. Fin.

<sup>135</sup> Article 22§1 de la directive 2001/108/CE du Parlement et du conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières. « *Un OPCVM ne peut investir plus de 5% de ses actifs dans des valeurs mobilières ou des instruments du marché monétaire émis par la même entité. Un OPCVM ne peut investir plus de 20% de ses actifs dans des dépôts placés auprès de la même entité.* ».

<sup>136</sup> L'OPCVM Carmignac investissement détient des actions dans 65 sociétés différentes, et l'exposition la plus importante ne représente que 3.9% de l'actif net du fond Carmignac Investissement, rapport de gestion du 30 septembre 2011. Disponible avec le lien suivant, consulté le 19 novembre 2011 : [http://www.carmignac.fr/\\_docs/publication/1273/Pub77236.pdf](http://www.carmignac.fr/_docs/publication/1273/Pub77236.pdf).

dans des sociétés pouvant devenir les cibles d'une offre publique. On peut prendre l'exemple d'une SICAV, OFI cibles, dont l'objet est « *d'exploiter les opportunités liées aux situations spéciales potentielles sur les grandes valeurs européennes* ». Ils sélectionnent notamment des valeurs « *susceptibles d'être la cible d'opération de fusion ou d'acquisition* »<sup>137</sup>. Sa principale ligne ne vient représenter que 3.80% du montant total de ses actifs sous gestion<sup>138</sup>. Par ailleurs, son objectif de gestion est de surperformer son indice de référence qui est un indice général européen. On voit donc que les politiques d'investissement des OPCVM, même s'ils investissent dans les situations spéciales, ne leurs permettent pas d'avoir le même poids que les *hedge funds*.

**31.** Nous pouvons relever d'autres différences qui viennent clairement séparer les *hedge funds* et les OPCVM. Tout d'abord ces derniers ont un poids beaucoup plus important dans l'économie de la gestion d'actifs. Ainsi, aux Etats-Unis, les *mutual funds* (l'équivalent des OPCVM européens) géraient des actifs estimés à 218 millions de dollars, cette somme atteignant 964 millions de dollars en 2004<sup>139</sup>. Ces fonds ne sont donc pas à négliger en cas d'offre publique du fait de la taille des actifs sous gestion. Dès lors, si un *hedge fund* se lance dans une politique activiste la plupart des gérants d'OPCVM soutiendront son action dans le but de rechercher une plus grande plus-value. Ils ne prendront pas nécessairement une position publique mais assureront le fonds de leur soutien et voteront éventuellement en faveur des résolutions qu'il aura proposées en assemblée générale. Un *hedge fund* n'a dès lors pas forcément besoin de posséder une part très significative du capital d'une société pour avoir une influence importante en son sein. En l'absence de campagne activiste les OPCVM pourront aussi réaliser des arbitrages financiers sur le même modèle que ceux réalisés par les *hedge funds* arbitragistes. Les règles qui leur sont imposées, et que nous avons précédemment décrites, les empêchent cependant d'avoir une action déterminante sur l'issue de l'offre, contrairement aux *hedge funds*.

---

<sup>137</sup> Description sur le site de la société de gestion : <http://www.ofi-am.fr/fiche.php?codIsin=FR0000982902>. Le 29/11/2011.

<sup>138</sup> [http://www.ofiam.fr/document.php?leNom=prospectus\\_UK\\_ofi\\_cible\\_\\_i\\_&leLien=/vl/fiche/fiche\\_UK\\_FR0000982902.pdf](http://www.ofiam.fr/document.php?leNom=prospectus_UK_ofi_cible__i_&leLien=/vl/fiche/fiche_UK_FR0000982902.pdf). Rapport mensuel de gestion pour Octobre 2011. Le 29/11/2011.

<sup>139</sup> Hedge funds in corporate governance and corporate control, M. Kahan et E.B. Rock, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1048.

### c. Les autres investisseurs institutionnels.

32. Les *hedge funds* et les OPCVM ne sont pas les seuls acteurs de taille dans les offres publiques. Il faut aussi prendre en compte les banques d'investissement (i), les fonds souverains et les fonds de pension (ii) ainsi que les autres investisseurs de taille institutionnelle (iii).

#### i. Les banques d'investissement.

33. Il ne faut pas négliger le rôle que peuvent avoir les grandes banques d'investissement dans ce genre d'opérations<sup>140</sup>. Les grands noms (Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Barclays Capital, Nomura, BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank,...) disposent de départements qui sont amenées à intervenir sur les marchés actions. Ces activités s'articulent autour de deux grandes catégories. D'un côté, il y a les prises de position pour compte propre. La banque prend alors une position spéculative sur un titre pour son propre compte. Il s'agit pour elle de maximiser le rendement des fonds qu'elle détient. De l'autre existe le service pour le compte de tiers, la banque achète, détient ou vend des titres pour ses clients. Elle servira alors d'intermédiaire. Elle peut aussi être amenée à intervenir sur le marché pour les nécessités de ses opérations avec ses clients, ceci est notamment le cas pour les opérations avec des produits dérivés dans lesquelles la banque doit acheter sur le marché les titres pour lesquels elle s'est portée contrepartie). Ces banques peuvent venir à détenir de grandes quantités de titres d'une société sans pour autant que ce soit dans un but spéculatif. Une banque d'investissement peut se retrouver rapidement à un niveau important au capital d'une société sans qu'il ne s'agisse pour autant d'une politique voulue et organisée ainsi. Cela peut ainsi découler à la fois de prises de position pour compte propre couplées à des activités effectuées pour le compte de tiers. Ces acteurs ne chercheront pas à occuper une position d'arbitrage dans le cadre d'une offre. Leur seule préoccupation sera de mener leurs opérations à bien. Les stratégies actionnariales auront pour point commun d'être généralement de court terme mais seront toutes motivées par des stratégies différentes et ne comporteront aucun activisme. Par ailleurs, il semble peu probable que ces banques

---

<sup>140</sup> L'ensemble des éléments sur le rôle des banques proviennent d'un entretien avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan London, à Londres le 21 Novembre 2011.

prennent une position en cas d'offre publique sur la société. Elles ne participeront probablement pas à l'assemblée générale à l'issue de l'offre ou convoquée pendant l'offre en cas de mise en œuvre des mesures de défense. On voit ainsi que ces acteurs effectueront les arbitrages dictés par leurs activités.

**34.** Il en va de même du *trading* haute fréquence. Il a été développé par l'ensemble des grandes banques d'investissement au cours de ces dernières années. Il consiste à confier à des ordinateurs le soin d'effectuer des opérations d'achat ou de vente pour réaliser des arbitrages sur les différences de valorisation des titres<sup>141</sup>. Ils représentent maintenant 30 à 35% des transactions effectuées en Europe et 50 à 60% des transactions effectuées aux Etats-Unis<sup>142</sup>. Devant le risque de manipulation de cours engendré par ces nouveaux instruments, les régulateurs tentent de réagir mais n'envisagent pas l'interdiction de ces techniques<sup>143</sup>, surtout qu'il est difficile de faire la distinction entre les activités spéculatives et celles apportant de la liquidité<sup>144</sup>. Ils vont en effet nécessairement intervenir sur les titres visés par l'offre pour réaliser des arbitrages si des différences de valorisation existent. Ils vont ainsi favoriser la liquidité du titre et permettre la sortie d'investisseurs qui voudront vendre leurs titres. Cependant, même s'ils viennent à détenir des titres lors de l'offre ce sera avec une vision à très très court terme et ils n'influeront pas sur son issue.

## ii. Les fonds souverains et les fonds de pension.

**35.** Ces fonds ont pour mission de gérer les actifs étatiques de certains pays, provenant généralement de l'exploitation de matières premières. Ils peuvent être détenteurs de parts importantes du capital de certaines sociétés<sup>145</sup>, ainsi le fonds souverain du Qatar, la *Qatar Investment Authority*, détient environ 5% du capital de Lagardère SCA. Ce même fonds a

---

<sup>141</sup> Trading haute fréquence : des retombées peu palpables pour l'investisseur individuel. Le cerle les Echos, le 28 juillet 2011. <http://lecerle.lesechos.fr/entreprises-marches/finance-marches/bourse/221136671/trading-haute-frequence-retombees-peu-palpables>. Lien consulté le 30 novembre 2011.

<sup>142</sup> Le trading haute fréquence vu de l'AMF, Arnaud Oseredzcuk, chef du service de la surveillance des marchés. [http://www.amf-france.org/documents/general/9905\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9905_1.pdf). Document consulté le 30 novembre 2011.

<sup>143</sup> Les gendarmes boursiers face au déficit du trading haute fréquence, Guillaume Maujean, Les Echos du 12 octobre 2011. <http://www.lesechos.fr/entreprises-secteurs/finance-marches/actu/0201686032325-les-gendarmes-boursiers-face-au-defi-du-trading-de-haute-frequence-232197.php>. Consulté le 30 Novembre 2011.

<sup>144</sup> Nessim Ait-Kacimi, Le trading haute fréquence sert moins à spéculer qu'à apporter de la liquidité, Les Echos, 17 Octobre 2012.

<sup>145</sup> Nathalie Silbert, L'émirat est devenu un investisseur incontournable à l'échelle planétaire, Les echos, vendredi 7 septembre 2012.

démontré son pouvoir d'influence en modifiant les termes de la fusion entre Glencore et Xsatra<sup>146</sup>. Les fonds de pension vont avoir pour mission de gérer l'argent récolté dans le cadre de régimes de retraites publics ou privés pour le faire fructifier et le reverser aux adhérents quand ceux-ci prendront leurs retraites. Le plus important, et le plus connu, est probablement le fonds Californien CalPERS gérant les retraites de l'ensemble des employés du secteur public de cet Etat. Ces fonds vont généralement adopter une vision à long terme avec les sociétés dans lesquelles ils détiennent des participations. Leurs horizons d'investissement vont être de plusieurs années, ils investiront donc en fonction des fondamentaux de la société, de son management et de sa stratégie à long terme<sup>147</sup>. Ils seront dès lors beaucoup plus susceptibles d'être réceptifs aux enjeux de long-terme présentés par une opération. Et seront peu amènes à suivre une politique actionnariale ne visant qu'à dégager de la valeur à court terme. Ces fonds seront généralement des soutiens des dirigeants avec lesquels ils entretiendront de bonnes relations, fondées sur un dialogue constant, et pourront s'opposer à l'émetteur de l'offre. Il ne faut cependant pas penser qu'ils restent dans l'ombre et adoptent une attitude totalement passive. Les fonds Américains, et notamment CalPERS, se sont fait connaître dans les années 1990 pour leur activisme dans l'application et le respect des règles de *corporate governance* dans les grandes sociétés, même pour les plus importantes<sup>148</sup>. De la même manière, suite à l'intervention du Qatar dans la fusion entre Glencore et Xsatra, on peut se demander si les fonds souverains ne se tournent pas vers des politiques activistes<sup>149</sup>.

### iii. Les autres investisseurs institutionnels.

**36.** Les mêmes remarques peuvent être faites pour les autres investisseurs institutionnels. Les compagnies d'assurance peuvent détenir des participations importantes dans des sociétés (à titre d'exemple Groupama détient près de 4,25% du capital de la société

---

<sup>146</sup> On peut voir une preuve de son influence dans le rôle qu'il joue dans le projet de fusion entre Glencore et Xsatra. Didier Julienne, Qatar, Glencore-Xsatra : fusion sous pression, Blog Market-Makers, Lesechos.fr, 27 juin 2012. Lors de cette opération, le fonds souverain fit pression pour obtenir une meilleure valorisation de l'opération, Benoît Menou, Le Qatar se dévoile en actionnaire activiste de Xsatra face à Glencore, L'AGEFI quotidien, 27 juin 2012. Cette fusion a finalement été menée à bien : Pierrick Fay, Glencore et Xstrata prêt à se lancer dans une fusion de géant, Les Echos, 20 novembre 2012.

<sup>147</sup> Une très bonne enquête sur les fonds souverains est présente dans le livre de S. Godeluck et P. Escande, Les pirates du capitalisme, comment les fonds d'investissements bousculent les marchés, Albin Michel.

<sup>148</sup> Le fonds Calpers critique Warren Buffet au nom de la corporate governance, les Echos, le 5 mai 2003. <http://archives.lesechos.fr/archives/2003/LesEchos/18900-103-ECH.htm>, lien consulté le 01/12/2011.

<sup>149</sup> Audrey Tonnelier, En quête de rendements plus forts, les fonds souverains se font plus activistes, Le Monde, 3 octobre 2012.

générale<sup>150</sup>) et auront des politiques actionnariales de long terme, souhaitant même parfois influencer la stratégie des sociétés<sup>151</sup>. Il en va de même pour certains grands investisseurs comme Albert Frère, Bernard Arnault, Vincent Pinault ou Vincent Bolloré. Ces derniers pourront être amenés à appliquer leurs propres politiques actionnariales et à imposer leurs vues aux dirigeants de la société comme ce fût le cas avec Bernard Arnault et Carrefour<sup>152</sup>. Ils seront généralement, c'est-à-dire sauf dans le cas de raids, des soutiens des dirigeants en place, ce qui dissuadera les *hedge funds* de venir prendre des positions dans la société. Deux derniers acteurs ne seront pas non plus à négliger, il s'agit de la Caisse des Dépôts et Consignations mais aussi et surtout du Fonds Stratégique d'Investissement qui détient des participations dans certaines entreprises<sup>153</sup>. Ces deux derniers acteurs seront généralement particulièrement protecteurs pour la société en privilégiant une vision à long terme et protectrice de l'intérêt général.

### **3. L'identification des incitations au court-termisme pour les actionnaires.**

37. Certains actionnaires, comme les *hedge funds*, sont nettement plus enclins que les autres investisseurs à adopter des stratégies actionnariales de court terme. Ces incitations découlent de leur mode de rémunération (a) mais découlent aussi de questions structurelles propres à l'industrie des *hedge funds* (b), ces questions venant exclure l'utilisation de ces stratégies par les autres acteurs (c).

---

<sup>150</sup> Groupama says it did not sell any Société Générale shares, Bloomberg, 12 août 2011. <http://www.businessweek.com/news/2011-08-12/groupama-says-it-didn-t-sell-any-societe-generale-shares.html>

<sup>151</sup> Séverine Sollier, Ces quatre assureurs vie se voient-ils en fonds activiste ?, La Tribune, 10 octobre 2012. CNP Assurances, Prédica, BNP Paribas Cardif et Sogécap ont mis en commun leurs actions au sein d'un fonds afin de peser sur la gouvernance des sociétés.

<sup>152</sup> Arnault and Colony said weighing replacing Carrefour CEO, Bloomberg, 30 Novembre 2011. <http://www.businessweek.com/news/2011-11-30/arnault-colony-said-weighing-replacing-carrefour-ceo-olofsson.html>. Lien consulté le 1er décembre 2011.

<sup>153</sup> Voir le détail du portefeuille du FSI sur le site internet du fond : <http://www.fonds-fsi.fr/les-participations-du-fsi/le-portefeuille/>. Site consulté le 1er décembre 2011.

## **a. Les incitations en termes de rémunération.**

38. Les *hedge funds* attirent les meilleurs gérants du fait de leur mode de rémunération (i) et le système de rémunération encourage le court-terme (ii).

### **i. L'attrait des *hedge funds* en termes de rémunération.**

39. « La première motivation pour la création d'un *hedge funds* est, bien entendu, le profit »<sup>154</sup>. Dans les banques d'investissement, les *traders* sont en effet généralement payés par le biais de bonus avec un plus faible salaire annuel. L'intérêt de quitter la banque d'investissement pour créer son propre *hedge fund* est alors évident. Outre une indépendance dans la gestion, cela pourra se révéler extrêmement rémunérateur. En cas de succès de l'opération, le gérant gagnera beaucoup plus d'argent du fait du système des *performance fees*<sup>155</sup>. Il faut relever un aspect psychologique et monétaire à la fois. Etant donné qu'ils représentent un risque systémique certain, les banques d'investissement imposent des séries de règles et de limitations pour contrôler les risques. Dès lors, les opérateurs de marchés ne seront pas en mesure de suivre leurs propres stratégies, ce qui peut inciter à la création d'un fonds pour avoir cette liberté. Une fois le fonds créé, une première rémunération sera le *management fee* qui est un prélèvement effectué sur les actifs gérés par le fonds. Cela servira dans un premier temps à couvrir les frais de fonctionnement du fonds, cependant, si ce dernier grossit, cela pourra s'avérer être lucratif. Il est généralement de l'ordre de 2% de la valeur des actifs sous gestion. L'existence d'un prélèvement sur le montant des actifs sous gestion peut être une incitation au court-termisme. Le gérant du fonds est poussé à adopter des stratégies de court-terme, permettant de maximiser les plus-values en un minimum de temps, pour que son fonds gagne en visibilité et croisse le plus rapidement possible. Il est aussi intéressant de relever que le *hedge funds* prélèvera généralement des frais de souscription à hauteur de 5% du montant investi.

---

<sup>154</sup> « La motivation première de la création d'un *hedge fund* est, bien évidemment, le profit », Dale Gabbert, Chapter 10: Key Fund Terms. Les informations présentées dans ce paragraphe sont tirées de ce même ouvrage.

<sup>155</sup> Voir ainsi le gérant de Capital Trahan, François Trahan. La Presse, édition affaires, La star de Wall-Street débarque à Montréal, 24 mars 2012.

## ii. Les performance fees et le court terme<sup>156</sup>.

40. La très grande majorité des *hedge funds* pratiquent des stratégies actionnariales de court terme, notamment dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions<sup>157</sup>. Le facteur principal qui favorise et encourage le court terme tient dans le concept des *performance fees*. Il nous faut tout d'abord préciser que ces frais de gestion sont fixés par contrats entre le gérant et les investisseurs. Le législateur et le régulateur n'auront donc aucun moyen de les influencer ou de les réglementer. Ils ont pour finalité de rémunérer le gérant en fonction de sa performance et sont généralement de l'ordre de 20%, quelle que soit la taille du fonds ainsi que son secteur d'activité et sont payés annuellement<sup>158</sup>. Cela représente 20% de l'augmentation de la valeur nette de la part détenue par l'investisseur pendant la période sur laquelle la performance est déterminée. Cette clause est généralement assortie d'une deuxième venant stipuler qu'une telle rémunération sur la performance ne sera mise en œuvre que si cette même performance dépasse un certain pourcentage, généralement 4 à 5%<sup>159</sup>. La rémunération ne sera donc calculée, puis versée, que si le fonds produit des rendements minimaux. Les gérants seront d'ailleurs encore plus intéressés à maximiser la performance de court terme car ils détiendront généralement une partie du fonds dans lequel ils auront investi<sup>160</sup>. Il est aussi fondamental de relever qu'un gérant de *hedge fund* ne sera jamais responsable des pertes qu'il aura effectuées. Il s'agit de l'aléa moral que nous avons déjà souligné précédemment<sup>161</sup>.

---

<sup>156</sup> Les informations présentes dans ce paragraphe sont notamment tirées de l'entretien avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan London, le 21 Novembre 2011 ainsi que de Dale Gabbert, *Ibid*, Chapter 10 : Key Fund Terms.

<sup>157</sup> Hedge fund investor activism and takeovers, Robin Greenwood et Michael Schor, Harvard Business School research paper, July 2007.

<sup>158</sup> Dale Gabbert, *Ibid*, Chapter 10 : Key Fund Terms.

<sup>159</sup> *Ibid*.

<sup>160</sup> Ce système de rémunération s'avère d'ailleurs très lucratif. Ainsi, en 2004, pour les 25 meilleurs gérants de *hedge funds*, la rémunération moyenne était de 251 millions de dollars, la plus faible était d'un très confortable 100 millions de dollars. Stephen Taub, Alpha's Top 25, Institutional Investor's Alpha, Mai-Juin 2005.

<sup>161</sup> Supra n°21. Voir notamment M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, Les hedge funds : Entrepreneurs ou requins de la finance ?, p.287, Perrin « Dans le cas des hedge funds, le changement majeur de la structure des incitations passe essentiellement par la réforme des contrats de rémunération des gérants de cette industrie. Les commissions des gérants de hedge funds qui ont une double nature (management fees et performance fees) ont la particularité d'être asymétrique. Les commissions de performance sont positives en cas de gains, mais nulles en cas de pertes. Une telle asymétrie dans les rémunérations des gérants constitue une incitation à la prise de risque excessive qui ne va pas dans le sens des intérêts des investisseurs. Autrement dit, il n'y a aucun partage des risques entre le gérant et les investisseurs. En aucun cas, l'auto-investissement largement pratiqué par l'ensemble de gérants des hedge funds ne sauraient être suffisant pour rééquilibrer ce partage des risques ».

41. L'explication de ce système de rémunération est simple, il est dans l'intérêt des investisseurs d'avoir un système de rémunération venant inciter les gérants du fond à avoir les meilleures performances possibles pour maximiser leurs retours sur investissement. La mise en place d'un tel système de rémunération n'est pas seulement une incitation à l'adoption de stratégies actionnariales de court terme, il laisse surtout peu le choix aux gérants de gérer autrement. S'il souhaite être rémunéré, tout du moins rémunéré au niveau d'attente propre à cette profession, le gérant du fonds devra dégager, sur une année, la performance la plus élevée possible. Dès lors, les gérants ont plus intérêt à effectuer des arbitrages purement financiers que d'investir sur le long-terme<sup>162</sup>. Ces premiers leur permettront de dégager des profits substantiels de manière rapide. Surtout, dans le cadre des offres publiques d'acquisition, la perspective d'une plus-value rapide et immédiate est très alléchante étant donné que peu d'autres opportunités permettent de réaliser de telles plus-values en aussi peu de temps. Dans le cadre de leur liberté de gestion, les gérants auront la possibilité d'effectuer des choix de court-terme qui conviendront à leurs intérêts. Certains économistes<sup>163</sup> souhaitent l'avènement de nouveaux contrats dans lesquels les pertes seraient partagées par les gérants. Cela permettrait de neutraliser l'aléa moral étant donné que les gérants devraient supporter les conséquences financières négatives découlant de leurs prises de risque. Une autre solution, proposée par ce même économiste, serait l'introduction d'un système de bonus-malus tel qu'utilisé dans les assurances. Relevons aussi que des changements semblent commencer dans le monde des investisseurs institutionnels. Suite à la crise financière, ces derniers semblent vouloir introduire des réformes dans l'industrie des *hedge funds* dont ils sont les principaux clients<sup>164</sup>. Les mécanismes de *lock up* sont aussi dans le collimateur, les investisseurs souhaitant pouvoir disposer plus facilement de leurs capitaux. Signe des temps, le fonds CalPERS, le plus important et emblématique fonds de pension américain a demandé aux gérants des *hedge funds* de corriger leurs contrats en intégrant les trois évolutions précédemment mentionnées<sup>165</sup>.

---

<sup>162</sup> Ce fait a été relevé par la Commission Européenne dans son papier vert sur la corporate governance dans l'Union Européenne du 5 Avril 2011.

<sup>163</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*, p.288.

<sup>164</sup> M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Ibid*, p.237.

<sup>165</sup> *Ibid*.

## **b. Les incitations structurelles.**

42. Les *hedge funds* ont aussi des incitations structurelles pour effectuer des stratégies de court terme pouvant changer le destin d'une offre. Ils détiennent une puissance financière plus importante que celle des autres investisseurs (i) et leur régime juridique leur procure d'autres incitations (ii).

### **i. La maximisation d'une puissance financière.**

43. Les *hedge funds*, outre les incitations en terme de rémunération, disposent aussi d'incitations structurelles à mener des politiques activistes dans les sociétés. Ils sont quasiment les seuls acteurs à pouvoir mobiliser des capitaux en quantité suffisante pour prendre des positions significatives dans la société cible. Mener une stratégie activiste, et même arbitragiste, nécessite de pouvoir prendre une position significative (un minimum de 5% du capital est généralement cité pour pouvoir mener à bien une stratégie activiste) au sein d'une société cotée. Cela nécessite donc d'avoir la capacité de mobiliser jusqu'à parfois plusieurs milliards d'euros pour être en mesure d'acquérir cette position. Ensuite, ceux qui en ont les moyens doivent être en mesure de pouvoir mobiliser des capitaux pour une seule et même opération. Comme nous l'avons vu précédemment, les OPCVM ne pourront investir plus de 5% de leur actif total dans une même valeur. A l'inverse, un *hedge fund* n'aura pas à respecter de telles limitations et pourra investir jusqu'à 30% de son capital sur une seule et même opération<sup>166</sup>.

44. Par ailleurs, les fonds n'auront généralement pas à se soucier, pendant une certaine période, des demandes de remboursement des investisseurs, le fonds va ainsi empêcher toute demande de remboursement pendant une certaine période suivant la souscription<sup>167</sup>. Il s'agit de la période de *lock up*. Généralement, cette période est prévue pour durer six mois, cependant, de manière récente, certains fonds ont étendu cette période à une durée de deux ans ou plus. Ensuite, ce n'est pas parce que la période de *lock up* sera arrivée à son terme que l'investisseur sera en mesure de récupérer immédiatement ses actifs. Les *hedge funds* ont pour pratique de demander une période de préavis avant tout retrait. Une dernière limite tiendra

---

<sup>166</sup> Entretien avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan London, le 21 Novembre 2011.

<sup>167</sup> Dale Gabbert, *Ibid*, Chapter 10: Key Fund Terms.

enfin dans les restrictions imposées sur les montants qu'il est possible à un investisseur de retirer en une seule fois.

## ii. Les autres incitations.

**45.** La doctrine a relevé d'autres facteurs venant faciliter les stratégies actionnariales de court-terme de la part des *hedge funds*<sup>168</sup> dans les offres publiques. Ils ne sont tout d'abord pas soumis à des contraintes réglementaires particulières et comme nous l'avons déjà souligné précédemment, ils seront beaucoup plus libres que les autres investisseurs. Ils resteront cependant soumis à l'ensemble des contraintes visant les investisseurs intervenants sur les marchés actions, on peut tout particulièrement penser aux règles sur les franchissements de seuils<sup>169</sup> ou aux règles visant à réprimer les abus de marché<sup>170</sup>. Ces réglementations sont de nature à gêner la mise en œuvre d'une campagne activiste mais ne gêneront pas la mise en œuvre d'une stratégie d'arbitrage financier pendant une offre publique<sup>171</sup>.

**46.** Il est aussi intéressant de noter que les *hedge funds* ne souffrent pas de conflits d'intérêts structurels dont peuvent être victimes les OPCVM. La première et principale explication est que la plupart des fonds sont indépendants et ne sont pas liés à une banque d'investissement. Par ailleurs, même dans le cas où un fonds est majoritairement détenu par une institution financière, ce n'est pas pour autant que le conflit d'intérêt va se manifester et modifier sa stratégie de gestion<sup>172</sup>. Ainsi, contrairement aux OPCVM dont la société de gestion est généralement une banque et qui s'appuie sur son réseau commercial pour leur commercialisation, les *hedge funds* apparaissent comme étant totalement libres de tout conflits d'intérêt. Ils n'auront pas besoin du réseau commercial de la banque pour vivre, dès lors, ils ne dépendront pas des intérêts de cette dernière. Enfin, les *hedge funds* sont une catégorie d'investissements à part. Les investisseurs savent pertinemment quels risques ils

---

<sup>168</sup> Hedge funds in corporate governance and corporate control, M. Kahan et E.B. Rock, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1062.

<sup>169</sup> Article L.233-7 I et II C. com.

<sup>170</sup> Article L.465-1 C. Mon. Fin.

<sup>171</sup> Voir notre analyse, infra : Chapitre 1. L'absence de protection légale, de la première sous-partie de la deuxième partie.

<sup>172</sup> M. Kahan et E.B. Rock, *Ibid.* Mike Esterl & Henny Sender, Highbridge Fund Sent Default Note to Retailer Saks, Wall Street Journal, 20 Juin 2005. Le meilleur exemple en est l'attitude d'un *hedge fund*, Highbridge Fund, détenu par la banque d'investissement JP Morgan, qui avait accumulé des obligations convertibles d'une société cliente de cette banque et n'a pourtant pas hésité à envoyer à la société une notification de défaut à ses covenants lorsque cette dernière a manqué de communiquer une information à la SEC.

prennent. Ils recherchent la diversification et ne viendront pas se plaindre d'une stratégie d'investissement audacieuse, même si elle est risquée.

### **c. L'exclusion des autres acteurs.**

47. Les autres acteurs peuvent aussi être incités à rechercher des plus-values de court terme dans le cadre des offres publiques (i) mais ne bénéficient pas des mêmes incitations que les *hedge funds* notamment en ce qui concerne la rémunération (ii) et la puissance financière (iii).

#### **i. L'attrait des plus-values de court-terme.**

48. Ce n'est pas parce que les gérants d'OPCVM ne sont pas incités, par leur système de rémunération notamment, à mener une politique activiste, ou arbitragiste, qu'ils n'auront pas une approche de court-terme dans les situations qui nous intéressent<sup>173</sup>. En cas d'offre publique, ces gérants auront l'opportunité d'apporter leurs titres à l'émetteur de l'offre et d'empocher ainsi une plus-value conséquente. Même si les fonds sont nombreux et les politiques différentes, il est probable qu'une grande partie des gérants réagissent en apportant leurs titres. Ce sera en tout cas l'arbitrage effectué par les gérants d'OPCVM spécialisés dans les situations spéciales ; et probablement de la majorité des autres gérants. Certains fonds pourront rechercher l'intérêt de long-terme de la société<sup>174</sup>, tout dépendra de leurs objectifs de gestion. Ils ne se demanderont donc généralement pas si le fait que l'offre échoue et la société reste indépendante dans l'avenir pourrait leur permettre de faire une plus-value plus importante à long terme. Cette absence d'incitation en terme de rémunération, n'empêchera pas les gérants des OPCVM à être des alliés de poids des *hedge funds*. Ils n'auront pas un poids déterminant dans le mécanisme d'offre du fait des restrictions quant à leurs investissements précédemment étudiés<sup>175</sup>.

---

<sup>173</sup> The Kay review of UK equity markets and long term decision making, Final Report, Juillet 2012.

<sup>174</sup> Cette question est délicate étant donné que chaque situation d'offre publique est particulière et dès lors les arbitrages effectués ne seront pas les mêmes pour chaque offre. Par ailleurs, aucune étude quantitative n'a été identifiée sur cette question.

<sup>175</sup> Supra n°28 et suivants.

## ii. Une incitation salariale moins développée entraînant moins d'activisme.

49. Comme cela a été démontré par la doctrine américaine<sup>176</sup>, le système de rémunération des gérants d'OPCVM ne les incite pas à développer des politiques actionnariales activistes. Tout d'abord, et contrairement aux *hedge funds*, les OPCVM vont avoir pour objectif de surperformer un indice de référence. Ils ont plus intérêt à s'attacher à surperformer l'indice plutôt qu'à chercher à maximiser la performance de leurs fonds. Ensuite, ces auteurs relèvent avec justesse que la réglementation et la concurrence existant dans le secteur empêchent ces fonds d'avoir des systèmes de rémunération basés sur la performance. Aux Etats-Unis, en 2005, 97% de ces fonds ne prenaient, pour toute rémunération, qu'un simple pourcentage sur le montant total des actifs sous gestion. En 2004, ce taux de prélèvement moyen était de 1,45%. Les gérants doivent donc s'attacher à faire croître la réputation de leur fonds pour augmenter le montant des actifs sous gestion plutôt que d'avoir une performance maximale sur l'année, cela ne changeant rien à leur rémunération. L'absence de rémunération indexée sur la performance réalisée lors de l'année en cours est donc, selon nous, l'une des principales raisons venant expliquer l'attitude passive de ces fonds pendant une offre publique. Cette absence d'incitation en terme de rémunération vient aussi s'ajouter aux restrictions réglementaires (notamment les limites en terme de prise de positions) qui viennent paralyser toute prise de position importante.

## iii. L'absence de maximisation de la puissance financière.

50. Les autres acteurs vont souffrir de leurs difficultés à mobiliser des capitaux pour mener à bien ces opérations. Tout d'abord, les OPCVM ne disposeront pas de clause de *lock up* et devront en permanence pouvoir faire face à des demandes de remboursement de la part des investisseurs. Les directives européennes obligent les OPCVM à toujours être en mesure de faire face à de telles demandes de remboursements<sup>177</sup>. Ils ne seront donc pas en mesure de prendre des participations significatives au capital des sociétés cibles. Ensuite, nous avons déjà vu que des règles très restrictives s'appliquent quant à la diversification des risques dans

---

<sup>176</sup> Hedge funds in corporate governance and corporate control, M. Kahan et E.B. Rock, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1050.

<sup>177</sup> Directive 85/611/EC UCITS (« Undertaking for Collective Investment and Transferable Securities ») en date du 20 Décembre 1985 et ses modifications successives.

leur portefeuille, ce qui vient les empêcher d'octroyer les montants nécessaires pour prendre une position significative dans la société. Il en va de même pour les banques d'investissements. Pour des raisons de contrôle des risques elles imposent des limites à leurs opérateurs de marchés et empêchent ainsi ces derniers de prendre une position significative dans une société. Ensuite, un problème de conflit d'intérêts peut rapidement se poser.

**51.** In fine, on voit que les *hedge funds* sont les seuls à réellement avoir les moyens de mener une politique activiste ou arbitragiste. Rappelons que cela se combine avec le fait qu'ils sont les seuls à avoir une réelle motivation à adopter des stratégies de *merger arbitrage*. Soulignons aussi que la mise en œuvre d'une telle politique a des coûts. Il faut en effet embaucher des spécialistes de ce genre de stratégies actionnariales pour effectuer les analyses nécessaires et sélectionner les cibles. La doctrine économique relève que les *hedge funds* arbitragistes performant mieux que les autres actionnaires étant donné qu'ils détiennent des capacités d'analyses plus poussées que les autres investisseurs<sup>178</sup>. Le fait que les *hedge funds* occupent déjà ces segments vient empêcher tout autre gérant ou acteur de chercher à s'introduire dessus étant donné qu'il devra faire face à une concurrence nettement mieux installée et ayant des avantages compétitifs significatifs. Les OPCVM notamment doivent faire face à plusieurs désavantages structurels par rapport aux *hedge funds*<sup>179</sup>. Il existe tout d'abord des contraintes réglementaires. Même si nous en avons déjà souligné certaines, comme les règles de diversification, il ne faut pas négliger l'impact d'autres. Ils doivent produire des rapports de gestion, mensuels et trimestriels, sur l'évolution du fonds et leur stratégie d'investissement<sup>180</sup>. Ensuite, le législateur est aussi venu réglementer leur vote en assemblée générale. Pour éviter la passivité des gérants lors des assemblées générales, la loi<sup>181</sup> leur impose de participer au vote, et, selon le principe *comply or explain*, d'expliquer une éventuelle abstention dans leur rapport annuel. Ces règles ne viennent pas, en elles-mêmes, les empêcher de mener des politiques activistes ; cependant, avec ces obligations de divulgation, ces fonds ne pourront pas bénéficier d'un effet de surprise s'ils veulent se lancer dans une politique activiste. Surtout, ils devront expliquer leurs stratégies et dévoiler leurs positions.

---

<sup>178</sup> D. Kershaw, *Company Law in context, Text and Materials*, Oxford University Press, 2010. Web Chapter A : The Market for corporate control, p.73.

<sup>179</sup> M. Kahan et E.B. Rock, *Ibid*, p.1048.

<sup>180</sup> Voir notamment les articles L.411-121 et suivants du Livre IV RGAMF.

<sup>181</sup> Article 66 de la Loi de Sécurité Financière du 1<sup>er</sup> Août 2003 qui a modifié l'Article L.533-4 du Code Monétaire et Financier. Ce droit de vote doit par ailleurs être utilisé dans « *l'intérêt exclusif des actionnaires ou porteurs de parts* ».

#### **4. Une vision unique de l'actionnaire.**

52. Nous venons de voir que le capital d'une société, lors d'une offre publique, comportera une multiplicité d'acteurs. La question de la définition de l'actionnaire, et de l'associé n'est pas nouvelle (b), mais le droit des offres publiques repose néanmoins sur une vision de l'actionnaire centrée sur le droit de propriété (a).

##### **a. La difficile définition de l'actionnaire.**

53. Définir l'actionnaire n'est pas chose aisée car cette définition n'existe pas dans la loi, ni dans la jurisprudence. Elle se fonde plus largement dans celle d'associé. Cette notion est fondamentale et sert juridiquement lors de la constitution de la société et tout au long de la vie sociale de cette dernière<sup>182</sup>. Bien que centrale, cette notion n'est pourtant guère définie. Le Professeur Viandier relevait que « (...) la notion d'associé est déduite de la notion de société. C'est là, sans doute, une des explications du silence du législateur sur la notion d'associé. Le législateur ne définit pas l'associé, parce qu'il considère qu'une telle définition est toute entière contenue dans la définition de la société donnée à l'article 1832 du Code Civil »<sup>183</sup>. Ce même auteur relevait que la doctrine ne s'était pas non plus résolue à apporter de définition de la notion d'associé et que les droits étrangers ne jugeaient pas non plus cette définition comme nécessaire<sup>184</sup>.

54. Ce même auteur relevait alors que deux approches étaient possibles quant à la notion d'associé, et donc applicables à celle d'actionnaire<sup>185</sup>. En premier lieu existe une approche contractuelle de la notion d'associé. Cette approche est centrée autour de la notion d'apport effectué par l'associé, par la pluralité de ces associés, leur contribution aux pertes et l'affectio societatis. L'ensemble de ces critères ne sont néanmoins plus guère d'actualité aujourd'hui étant donné qu'ils subissent tous des exceptions plus ou moins importantes. De nouvelles propositions de définitions avaient alors été émises. Le nouveau critère aurait alors été la participation de l'associé au groupement. Alain Viandier estime que cette analyse est en

---

<sup>182</sup> Alain Viandier, Recherches sur la notion d'associé en droit français des sociétés, Thèse dactylographiée, Paris II, n°III.

<sup>183</sup> *Ibid*, n°IV.

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

<sup>185</sup> *Ibid*, Conclusion générale, p.449 et suivantes.

elle-même insuffisante étant donné que certains associés peuvent être privés de prérogative au sein de la société tout en ayant la qualité d'associé<sup>186</sup>. On voit donc que les analyses classiques sont insuffisantes pour caractériser un associé.

### **b. Une conception de l'actionnaire reposant sur le droit de propriété.**

55. La thèse du Professeur Alain Viandier propose de ne pas privilégier une analyse à une autre, ou d'en faire émerger une troisième, mais de chercher une définition rejoignant les deux approches. De l'analyse classique, il retient « *le caractère fondamental de l'apport* »<sup>187</sup>. C'est cet apport qui donne la qualité de membre de la société, de partie au contrat social, et c'est aussi cet apport qui est le fondement des autres éléments de l'analyse classique comme le partage des bénéfices. « *Sans apport, il ne saurait y avoir d'associé* »<sup>188</sup>. L'analyse moderne n'est pas totalement à écarter non plus. L'associé est aussi extrêmement lié à son droit d'intervention dans la vie sociale de la société. Ce droit regroupe l'ensemble des droits politiques et d'information et ne se limite donc pas aux seuls droits de vote. Ce droit d'intervention varie fortement en fonction de la forme sociale et ne peut donc pas être un critère d'identification à lui tout seul. Selon le Professeur Viandier, le critère permettant de caractériser un associé repose à la fois sur l'apport et sur le droit d'intervention. Dans les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions, seules formes sociales dont les titres peuvent être admis à la négociation sur un marché réglementé, ce sera la propriété d'une action qui confèrera ces droits. La notion d'associé, et d'actionnaire, est donc intrinsèquement liée à la propriété de l'action. Aucun critère supplémentaire ne vient s'y rajouter. Même si cette vision peut apparaître un peu bouleversée par des évolutions récentes<sup>189</sup>, elle reste d'actualité.

56. Cette vision de l'actionnaire définie seulement par la propriété de l'action conduit à ne pas distinguer entre les multiples comportements que peuvent adopter les investisseurs. Certains comportements seront en contradiction avec la vision qu'a l'actionnaire du

---

<sup>186</sup> *Ibid*, conclusion générale, p.452.

<sup>187</sup> *Ibid*.

<sup>188</sup> *Ibid*.

<sup>189</sup> Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse, Paris II, n°331 et suivants.

législateur, appelant par là-même à une évolution de la législation en matière d'offre publique.

D'où :

Première Partie : La notion d'actionnaire de court-terme.

Deuxième Partie : Le régime de l'action de court-terme.

## **Première Partie. La notion d'actionnaire de court-terme.**

57. Les comportements, lors des offres publiques, apparaissent divers. A cet égard, l'écart entre l'activisme actionnarial et l'arbitrage financier traduit la diversité des comportements pouvant être adoptés pendant cette période si particulière de la vie de la société. Néanmoins, tous les comportements ne correspondent pas à la vision qu'a le législateur de l'actionnaire et l'arbitrage financier apparaît totalement en contradiction avec cette vision.

## **Première sous-partie. Les stratégies de court-terme.**

58. Les offres publiques d'acquisition sont des périodes pendant lesquelles les actionnaires peuvent déployer de nombreuses stratégies. La définition unique de l'actionnaire cache en réalité une multitude de comportements différents. Certains actionnaires seront profondément impliqués dans l'avenir de la société. Ils prendront en compte de nombreux critères pour accepter ou refuser l'offre. Ils s'impliqueront pleinement pour que leur vision aboutisse, vision fondée sur une analyse de la société. A l'inverse, d'autres actionnaires ne chercheront qu'à réaliser un gain financier immédiat et profiteront de l'opportunité créée par l'offre publique pour cela. Ces actionnaires ne s'intéresseront que peu au destin de la société. Lors des périodes d'offres publiques cohabitent donc des comportements extrêmement divers traduisant des degrés d'investissement radicalement différents des actionnaires dans la société.

## **Chapitre 1. L'activisme.**

59. L'actionnaire peut adopter différentes stratégies d'investissement. La plus courante sera une stratégie purement passive. Dans une telle stratégie, l'actionnaire veillera sur sa participation sans pour autant être particulièrement actif dans la vie de la société. Ce sera le cas de la majorité des actionnaires et regroupera des profils forts divers, du gérant d'OPCVM à la fameuse veuve de Carpentras. Ce comportement cohabite avec un autre profil d'actionnaire qui est celui d'un investisseur beaucoup plus actif. Ce dernier cherchera à utiliser la participation détenue pour influencer sur le destin de la société de manière déterminante, il s'agit de l'activisme actionnarial. Les actionnaires activistes jouent maintenant un rôle prépondérant dans le cadre des opérations de rapprochement concernant les sociétés cotées. Cette influence est polymorphe mais a généralement des conséquences déterminantes sur le destin de l'opération envisagée. Ces actionnaires vont intervenir à la fois dans les offres publiques d'achat, d'échange et de retrait. Cette influence lors des offres publiques tient à l'histoire de l'activisme actionnarial, histoire marquée par une réputation d'actionnaires engagés et porteurs de projets (§1). Cet activisme actionnarial dans les offres publiques s'est illustré dans des opérations de premiers plans, tant en France qu'à l'étranger. Il ne s'agit donc pas d'un comportement théorique mais de l'avènement d'une nouvelle forme de stratégie actionnariale qui a déjà marqué de nombreuses offres publiques, qu'elles soient d'acquisition ou de retrait (§2).

## **§1. Les stratégies des actionnaires activistes dans le cadre des offres publiques.**

**60.** Les actionnaires activistes interviennent sur différents types d'offre publique en adaptant leurs stratégies en fonction de l'offre. Le trait commun à l'ensemble de ces stratégies adoptées en période d'offre publique va être la vision d'un actionnaire pleinement engagé dans la vie de la société, pleinement partie au contrat de société. Ils mettent en place de réelles stratégies visant à influencer l'issue de l'offre selon des considérations rationnelles pour essayer d'inciter les autres actionnaires à agir dans le sens voulu (A). L'activisme en période d'offre publique n'est cependant qu'une manifestation de l'activisme actionnarial qui est une stratégie dépassant largement le seul cadre des offres publiques. La réussite de ces stratégies tient dans l'histoire de l'activisme actionnarial et dans la crédibilité que cette stratégie a acquise auprès des différents acteurs des marchés financiers. Cette crédibilité est renforcée par une certaine coordination des fonds activistes et l'appui dont ils peuvent bénéficier par les autres acteurs, notamment les agences de conseil en vote (B).

## **A. Les stratégies des actionnaires activistes dans le cadre des offres publiques.**

**61.** Les actionnaires activistes poursuivent des stratégies différentes en fonction du type d'offre publique. Les stratégies ont des similitudes mais ne sont pas identiques, cela tenant aux différences fondamentales entre les différents types d'offres qui peuvent être mises en œuvre (1). Cependant, qu'il s'agisse d'un changement de contrôle ou d'un retrait de la cote, ces opérations présentant de nombreuses opportunités financières permettant aux actionnaires activistes de réaliser un gain financier en prenant position dans le mécanisme de l'offre (2).

### **1. Les stratégies employées par les activistes en fonction des différentes opérations.**

**62.** Les actionnaires activistes peuvent intervenir dans des offres publiques ayant pour objet la prise de contrôle de la société cible. Il s'agira des offres publiques d'achat et d'échange permettant l'acquisition des titres de la société cible et donc du contrôle de cette dernière (a). Les actionnaires activistes interviendront aussi dans les offres ayant pour objet de retirer une société de la Bourse, c'est-à-dire les offres publiques de retrait. Leur finalité sera alors de monnayer au mieux l'acquisition des titres de la société et la sortie de la Bourse de cette dernière (b).

#### **a. Le rôle des fonds activistes dans les offres publiques d'achat ou d'échange.**

**63. Le rôle de blocage de l'acquéreur ou de la cible.** La pratique du *merger arbitrage*<sup>190</sup> vise à prendre des positions et réaliser des arbitrages financiers dans des opérations publiques de prise de contrôle. Cette définition est large et englobe aussi bien les actionnaires de toute nature pratiquant l'activisme actionnarial et ceux pratiquant l'arbitrage financier. De manière plus spécifique, les actionnaires activistes soutiendront l'offre, s'y

---

<sup>190</sup> Selon une étude de TASS de Janvier 2009 citée par M. Aglietta (*Ibid*) cette stratégie d'événement-driven était suivie par 26.81% des hedge funds en 2009. Le rendement de cette stratégie ayant été de 12.55% sur la même période selon HFR.

opposeront ou bien chercheront à la créer<sup>191</sup>. Nous verrons, à travers différents exemples<sup>192</sup>, que ces derniers peuvent mener des stratégies activistes dans n'importe quel type d'offre, aussi bien amicale qu'hostile.

**64.** Comme l'ont relevé les professeurs Kahan et Rock<sup>193</sup>, les actionnaires activistes peuvent adopter différentes stratégies. Les deux premières sont principalement de bloquer l'acquéreur ou de bloquer la cible : "*blocking acquirers*" et "*blocking targets*"<sup>194</sup>. En premier lieu, les actionnaires peuvent chercher à bloquer l'acquisition d'une société cotée. Tout d'abord, ils peuvent chercher à bloquer une acquisition en étant actionnaires de la société cible. Dans ce cas, ils viendront généralement s'opposer à un prix d'offre jugé trop bas par rapport à leurs propres estimations et refuseront d'apporter leurs titres tout en cherchant à voir une offre concurrente émerger ou en demandant à la société de mettre en place des stratégies plus créatrices de valeur. La stratégie consistera à s'opposer publiquement à l'offre en indiquant clairement les raisons de ce rejet et à fédérer suffisamment d'actionnaires autour de cette position pour s'assurer de l'échec de l'offre<sup>195</sup>. Ils peuvent aussi bloquer une acquisition en étant actionnaires de la société initiatrice de l'offre. Ils feront cela s'ils estiment que l'offre est surévaluée ou qu'elle représente une mauvaise orientation stratégique pour la société<sup>196</sup>. Une stratégie similaire sera alors utilisée, c'est-à-dire prendre position publiquement et fédérer d'autres actionnaires autour de leur position alors qu'ils disposent déjà d'une participation significative dans la société. Il faudra que les actionnaires activistes puissent réaliser un profit financier en menant cette stratégie. Cela ne s'avérera pas toujours évident étant donné que la réaction du marché à l'annonce de l'échec d'une offre n'est pas forcément positive quant au titre de l'initiateur de l'offre. Généralement, ils demanderont aux dirigeants d'utiliser les ressources financières prévues pour financer l'offre à d'autres fins comme le versement d'un dividende exceptionnel ou un programme de rachat d'actions<sup>197</sup>. La constitution d'une participation importante est déterminante, même si généralement les

---

<sup>191</sup> Hedge funds in corporate governance and corporate control, M. Kahan et E.B. Rock, U. Pa. L. Rev., Vol 155, 2007, p.1034.

<sup>192</sup> Infra n°102 et suivants.

<sup>193</sup> M. Kahan et E.B. Rock, *Ibid.*

<sup>194</sup> Hedge funds in corporate governance and corporate control, M. Kahan et E.B. Rock, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1034. Cette distinction est reprise par la plupart des auteurs, voir notamment Maatman et Raaijmakers, *Hedge funds in company law: virus or vaccine?*, Maastricht Faculty of Law.

<sup>195</sup> On peut se reporter à l'exemple de l'intervention du *hedge fund* TCI bloquant la tentative de rachat du London Stock Exchange par Deutsche Börse. Infra n°111 et suivants.

<sup>196</sup> L'opposition à un projet d'acquisition proposé par la société n'est pas un cas d'école, on peut notamment penser à la fronde des actionnaires de l'assureur Britannique Prudential contre le projet de rachat de AIA mis en vente par le Trésor Américain suite à la faillite de l'assureur AIG.

<sup>197</sup> Dans son combat contre les dirigeants de Deutsche Börse, les fonds TCI demanda ainsi la mise en place de mesures destinées à favoriser l'augmentation de la valeur actionnariale.

actionnaires activistes n'auront pas à participer à l'assemblée générale pour faire échouer l'offre. Dans ces deux cas de figure ils s'opposeront aux dirigeants de la société initiatrice de l'offre. Ils s'y opposeront soit en étant actionnaires de cette société, soit actionnaires de la société cible.

**65.** L'autre stratégie est celle que Kahan et Rock appellent "*blocking the target*"<sup>198</sup>. Dans ce cas les actionnaires activistes vont chercher à favoriser l'offre lancée sur la société dans laquelle ils sont actionnaires et à s'assurer de sa réussite. Pour cela ils vont déployer une stratégie d'activisme actionnarial dans le but de neutraliser les mesures de défense que les dirigeants de la société cible seraient tentés de mettre en œuvre pour faire échouer l'offre. De la même manière, ils vont s'opposer à des actionnaires de la société cible qui chercheraient à empêcher la réussite de l'offre. Ces stratégies sont généralement les plus retentissantes car elles interviennent lors de batailles boursières de premier plan. De la même manière, les actionnaires activistes devront constituer une participation importante au sein de la société, que ce soit préalablement au lancement de l'offre ou après l'annonce de cette dernière. Ils chercheront à convaincre les autres actionnaires de la société du bien-fondé de leur analyse pour créer un groupe d'actionnaires favorables à l'offre suffisamment important pour qu'il permette d'assurer le succès de cette dernière. Leur motivation sera de voir se réaliser l'offre lancée sur la société cible pour pouvoir y apporter leurs titres ou bien revendre ces derniers au prix proposé par l'initiateur de l'offre. Il s'agit de la stratégie la plus sûre pour réaliser une plus-value. Cette stratégie semble plus facile à mettre en œuvre que les précédentes<sup>199</sup>. Tout comme les actionnaires pratiquant l'arbitrage financier, l'actionnaire activiste pourra vendre à découvert des titres de l'assaillant grâce à un prêt d'actions et utiliser le numéraire pour acheter des titres de la société cible. Les activistes ne seront cependant pas passifs. Ils devront s'opposer aux dirigeants de la société cible de manière résolue, cela pouvant même aller jusqu'à les mettre en minorité en assemblée générale ou à refuser l'adoption de mesures de défense en cours d'offre<sup>200</sup>.

**66.** Les activistes vont donc pouvoir adopter des stratégies différentes dans un contexte d'offre publique pour réaliser un profit sur cette opération. On relèvera que ces stratégies ont en commun une opposition aux dirigeants de la société cible ou initiatrice de l'offre et nécessitent la constitution d'une participation importante au sein de la société. Cette

---

<sup>198</sup> Hedge funds in corporate governance and corporate control, M. Kahan et E.B. Rock, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1034.

<sup>199</sup> Florent Berthaut, *Hedge funds*: les activistes à l'assaut, l'Agefi, 14 septembre 2006.

<sup>200</sup> Sur la question des mesures de défense en cours d'offre, Infra n°675 et suivants.

participation pourra être constituée discrètement, notamment avec l'intervention d'un courtier (ne dévoilant pas pour qui il agit) et en faisant attention aux volumes des ordres<sup>201</sup>.

**67. L'actionnaire activiste créateur de l'offre.** L'activiste peut aussi être à l'origine de l'offre publique visant la société cible. Il en sera indirectement à l'origine. Il est rarissime qu'un actionnaire activiste initie lui-même une offre publique sur une société cotée<sup>202</sup>, même si de rares exemples existent aux Etats-Unis<sup>203</sup>. Il peut tout d'abord forcer une société à lancer une offre publique sur une autre. Cependant, les risques, pour sa valorisation, seront grands et ce genre d'opération est plutôt initié par des fonds dits de *private equity* qui cherchent à assurer la croissance d'une participation que par des actionnaires activistes. Ces derniers vont plutôt chercher à identifier une société sous-valorisée et à initier le lancement d'une offre sur cette dernière par un tiers. Ils vont donc mener une campagne activiste pour éventuellement remplacer les dirigeants actuellement en place dans la société pour s'assurer que les dirigeants de cette dernière soient ouverts à des discussions avec un éventuel acquéreur. Ils vont ensuite faire savoir au marché qu'ils ont prêts à vendre leur participation à tout acquéreur proposant un prix suffisamment élevé et ainsi créer une sorte d'enchère officieuse pour acquérir la société. De la même manière que pour les autres stratégies, les activistes vont chercher à acquérir une participation significative au sein de la société cible et à fédérer d'autres actionnaires autour de leur projet. Cependant, le choix de la société cible est loin d'être évident. Il faut trouver une société dont le capital ne soit pas verrouillé et qui présente une opportunité pour un autre investisseur. Il se peut parfaitement qu'une société présente des caractéristiques "d'opéable" mais qu'aucune société n'ait une incitation suffisante pour lancer une offre<sup>204</sup>.

---

<sup>201</sup> Florent Berthaut, *Hedge funds: les activistes à l'assaut*, l'Agefi, 14 septembre 2006. Les volumes d'ordre sont en effet un indice très important pour savoir si un investisseur est en train de constituer une participation importante au sein de la société cible.

<sup>202</sup> Nous n'avons en effet aucun exemple d'une telle offre. Une OPA ne correspond en tout cas en aucune manière à la philosophie d'investissement des hedge funds, au contraire des fonds LBO.

<sup>203</sup> Hedge funds in corporate governance and corporate control, M. Kahan et E.B. Rock, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1040. Il faut cependant relever que les exemples cités par les auteurs n'ont pas toujours donné lieu à des OPA, dans certains cas les *hedge funds* se sont contentés de prendre des participations majoritaires. En outre, lorsqu'il y a eu OPA on peut aussi s'interroger sur le point de savoir si le fond peut réellement être qualifié de *hedge fund*. Ces opérations concernaient souvent des retournements d'entreprises en difficulté. On peut aussi penser à l'exemple plus récent de Carl Icahn proposant une offre de rachat de Dell pour contrer une autre offre proposée par le fondateur.

<sup>204</sup> Tel est le cas de la société PSA au 20 juillet 2012, aucun prédateur ne semble exister. "Une OPA sur PSA jugée théoriquement possible, mais peu probable", Les Echos, 20 juillet 2012. Arielle Goncalves, L'action Peugeot ne parvient pas à enrayer sa chute, Les Echos, 17 juillet 2012.

## b. Le rôle des fonds activistes lors des offres publiques de retrait.

**68. La stratégie de blocage dans le cadre des OPR.** Nous l'avons vu, les opérations principales en matière de *merger arbitrage* sont les offres publiques d'achat ou d'échange. Cependant, une autre catégorie d'opérations dans lesquelles les activistes viennent perturber les plans de l'initiateur de l'offre, ou en favoriser la réussite, peut être identifiée. Il s'agit de l'offre publique de retrait (OPR) qui, comme nous l'avons vu précédemment<sup>205</sup>, a un régime légal particulier<sup>206</sup>. Cette opération se prête particulièrement à l'intervention des *hedge funds* activistes<sup>207</sup>. La stratégie principale consistera à empêcher l'initiateur de l'offre d'atteindre le seuil des 95% nécessaire au dépôt d'une offre publique de retrait obligatoire (autrement dénommée *squeeze out*), puis de s'opposer au prix proposé pour l'offre publique de retrait. L'activiste n'apportera ses titres, nécessaires à la réussite de l'offre, que s'il estime que le prix alors proposé est suffisant. Or les sociétés auront souvent de fortes incitations économiques pour procéder à ce retrait<sup>208</sup>. Le calcul du fonds tient en ce que l'actionnaire majoritaire aura intérêt à augmenter son prix pour faire sortir sa filiale de la Bourse<sup>209</sup>. Economiquement les marchés financiers attribuent une prime à certains seuils<sup>210</sup> comme avec le seuil des 95% qui permet à la société de procéder à un retrait obligatoire<sup>211</sup>. Vu l'avantage économique procuré à la société mère par ce seuil, les marchés financiers demanderont une prime pour que cette dernière puisse l'atteindre. La stratégie suivie par un fonds activiste commencera généralement avec une prise de participation dans la société de manière à empêcher l'initiateur du retrait d'atteindre les 95% du capital de la société cible. Notons que cette participation ne sera pas obligatoirement de 5%, dans certaines circonstances, une participation moindre peut permettre d'atteindre le même résultat. L'actionnaire activiste cherchera ensuite à rentrer en contact et à négocier avec l'initiateur de l'offre de retrait afin que ce dernier relève son prix d'offre. Relevons aussi que, dans certains cas, les activistes agiront ensemble pour maintenir le prix du cours à un niveau élevé, largement au-dessus de tout ce que l'analyse financière

---

<sup>205</sup> Supra n°9 et suivants.

<sup>206</sup> Pour un aperçu de ces stratégies: Matteo Bozzo, Les stratégies de blocage utilisées par les *hedge funds* lors des offres publiques, Club finance HEC Paris, Les études du club, n°72, décembre 2007.

<sup>207</sup> Frédéric Peltier, En finir avec les profiteurs de la sortie de Bourse, Les Echos, 13 mars 2013.

<sup>208</sup> Il s'agit notamment de la théorie des coûts de transaction. Un retrait permettant notamment de réduire les coûts liés à l'information, à la présentation des comptes et de maintien de liquidité du titre. Pour un aperçu de ces stratégies: Matteo Bozzo, Les stratégies de blocage utilisées par les *hedge funds* lors des offres publiques, Club finance HEC Paris, Les études du club, n°72, décembre 2007.

<sup>209</sup> Matteo Bozzo, *Ibid.* Cette stratégie avait ainsi été adoptée par les fonds Eliott et Castlerigg Master Investment qui avait empêché la société Effari (joint venture entre Eiffage et Macquarie) de sortir APRR de la cote.

<sup>210</sup> Pour un aperçu de ces stratégies: Matteo Bozzo, *Ibid.*, n°72.

<sup>211</sup> Article L.433-4 II C. Mon Fin. tel que modifié par l'article 46-V de la Loi n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003.

désigne comme la valorisation correcte de la société. Les actionnaires se transmettront les titres entre eux, de manière circulaire, et selon un accord informel sans laisser de trace de ce dernier. Une hypothétique action de concert sera très compliquée à prouver. Des variantes à l'augmentation du prix peuvent aussi être envisagées comme le versement d'un dividende exceptionnel par la cible ou encore le maintien au capital une fois la société retirée de la cote.

**69.** En cas d'échec de ces négociations, l'activiste se maintiendra alors au capital dans l'attente d'une nouvelle offre de retrait dans le futur. C'est là que réside le principal risque de ce genre d'opération. Il se peut en effet que la société mère renonce finalement à toute sortie de la cote et que le fonds ne puisse revendre ses titres à un prix supérieur à leur prix d'achat. Contrairement aux opérations précédemment décrites ce type d'activisme ne passera pas par un rapport de force avec les dirigeants de la société cible et encore moins par une bataille en assemblée générale. La relation s'établira directement entre l'actionnaire activiste et l'actionnaire détenant le contrôle, seul à l'initiative de l'offre de retrait.

**70. Les particularités de ce type d'offres.** Les offres publiques de retrait présentent des caractéristiques financières propres qui viennent directement influencer les stratégies que peuvent déployer les actionnaires activistes. Ces derniers peuvent tout d'abord penser à créer indirectement l'offre non pas en prenant une participation au capital de la société mère et en la forçant à lancer une telle offre de retrait, mais en passant par le régulateur. Il est possible<sup>212</sup> pour tout actionnaire de demander à l'AMF d'obliger le groupe d'actionnaires majoritaires détenant plus de 95% du capital de lancer une offre publique de retrait sur le reste du capital. On voit ainsi clairement le moyen de pression dont disposent les actionnaires activistes. Ils peuvent prendre une participation au capital d'une société détenue par un actionnaire à plus de 95% et forcer ce dernier à lancer une offre publique de retrait et donc à lui racheter ses propres titres. Une telle manœuvre n'est pas possible avec les autres offres publiques étant donné que, sauf à dépasser le seuil des 30% du capital et à devoir lancer une offre obligatoire, aucune société ne peut être forcée à lancer une offre publique d'achat ou d'échange sur une autre société. Notons que ce genre d'opération peut être anticipé car il s'agit généralement de groupes retirant une de leur filiale du marché pour réorganiser leurs structures. Il s'agira généralement du retrait d'une filiale, dont la pleine intégration fait stratégiquement sens, la société mère détenant déjà une majorité importante et qui a surtout les moyens financiers pour mener une telle opération. De manière plus générale, notons que l'intervention sur ce type

---

<sup>212</sup> Articles L236-1 et 236-2 RGAMF.

d'offre peut se révéler plus facile pour les fonds activistes étant donné que leur participation au capital de la société sera nécessairement moins élevée que pour une offre publique normale. La participation maximum qui est nécessaire pour pouvoir bloquer l'offre est ici de 5%. Ce niveau apparaît comme étant la participation minimum dans le cadre d'une volonté d'influencer une offre publique d'acquisition.

## **2. L'approche financière de ces opérations.**

71. L'arbitrage susceptible d'être réalisé peut se faire sur différentes valeurs et non pas uniquement sur le prix (a) il ne sera cependant pas toujours possible de le réaliser, certaines conditions de marché devant être remplies pour le permettre (b).

### a. Les opportunités financières.

72. **Le prix.** L'objectif des actionnaires activistes est principalement de jouer sur le prix proposé par l'initiateur de l'offre pour acheter les actions de la société cible. Le but est donc de jouer la surperformance<sup>213</sup>. Le mécanisme, l'essence même, de l'offre publique implique que l'initiateur de l'offre propose une prime pour séduire les actionnaires de la société cible. Cela représente donc une opportunité pour réaliser une plus value importante dans une période de temps limitée si le gérant est capable d'anticiper les offres en repérant à l'avance les cibles. Cette opportunité financière pourra aussi être maximisée dans deux situations. Tout d'abord, s'il s'agit d'une offre hostile cette maximisation interviendra car la prime proposée devra être plus importante pour séduire les actionnaires de la cible que dans le cas d'une offre amicale ; le management de la société cible n'étant pas acquis à l'opération. Surtout, si une surenchère provoquée par une contre-offre a lieu, la plus-value pourra alors devenir extrêmement importante. L'initiateur de l'offre concurrente devant logiquement proposer un prix supérieur à l'offre initiale pour pouvoir espérer l'emporter, ouvrant ainsi la

---

<sup>213</sup> Entretien du 21 novembre 2011, avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan London.

voie à une augmentation du prix de l'offre initiale<sup>214</sup>. L'opportunité financière réside dans un prix de marché initial inférieur au prix de l'offre. Il s'agit donc de l'existence, dans le langage financier, d'un *spread*, c'est-à-dire la différence de prix enregistrée entre deux valeurs, ici le cours de l'action et le prix proposé ou attendu de l'offre. Naturellement, plus cet écart de cours sera élevé et plus l'arbitrage sera intéressant.

**73.** La spéculation sur le prix de l'offre peut se faire de deux manières principales. Les investisseurs peuvent avoir constitué une position avant toute annonce en spéculant sur une future offre. Les actionnaires vendront à découvert des titres de la société ou de l'indice de référence du secteur pour se couvrir en cas de baisse du cours de l'action. Ils vendront ensuite leurs titres dès que leur objectif de prix aura été atteint. Ils n'apporteront donc généralement pas leurs titres à l'offre. Une différence doit cependant être tracée quant à l'utilisation qui est faite de cette position. Tout d'abord, cela peut constituer une position passive, l'actionnaire attendant que l'offre se réalise sans prendre part d'aucune façon à l'offre. L'autre consiste en une position active, le fonds utilisant ses titres pour influencer le destin de l'offre. La seconde manière d'intervenir consiste pour d'autres investisseurs à acheter une participation, uniquement une fois l'offre annoncée, pour réaliser des arbitrages financiers de court terme. Les actionnaires activistes jouant cette stratégie vont être uniquement intéressés dans l'écart de cours qui pourra éventuellement exister entre le cours de l'action et le prix de l'offre. La différence fondamentale avec les arbitragistes est que ces actionnaires prendront part à la bataille boursière pour influencer le destin de l'offre. Ces arbitrages sur le prix comportent des risques. Le premier est que l'opération ne se fasse pas, auquel cas les actionnaires subiront des pertes extrêmement lourdes étant donné que le prix de l'action n'intégrera plus la possibilité de l'opération et retombera immédiatement à son niveau initial. Un autre risque pour les actionnaires est d'être dans l'impossibilité de vendre à découvert le titre. Cela peut être principalement causé, soit par le coût de l'emprunt de titres qui serait trop important, soit par le fait que la livraison de titres doive se faire sous trois jours et qu'il faut ainsi trouver les titres pour les livrer à sa contrepartie<sup>215</sup>. Le prix reste cependant la principale valeur de spéculation pour les investisseurs opérant dans le *merger arbitrage*, même si d'autres opportunités peuvent résulter dans d'autres valeurs.

---

<sup>214</sup> Pour une description complète des mécanismes sous-jacents au processus de surenchères on pourra se reporter au livre de référence en la matière: *Barbarians at the gates, The fall of RJR Nabisco*, Bryan Burrough and John Helyar, Harper & Row, 1989.

<sup>215</sup> Article P.2.1.1 du Livre II d'Euronext Paris : <http://www.euronext.com/fic/000/009/866/98660.pdf>. Site consulté le 20 juillet 2012.

**74. Les autres opportunités.** Le prix n'est pas cependant la seule et unique valeur sur laquelle les actionnaires peuvent prendre position dans le cadre d'une offre publique déclarée, anticipée ou espérée. Les autres possibilités d'arbitrage résident principalement dans deux valeurs différentes que sont la volatilité de l'action et le *borrow*, soit le coût payé par l'emprunteur dans le cadre d'une opération d'emprunt de titres. Dans le premier cas, les investisseurs peuvent, grâce à des produits dérivés, jouer sur le degré de volatilité du prix de l'action. Cette volatilité augmente fortement en période de spéculation sur un possible changement de contrôle de la société étant donné que le prix de l'action sera particulièrement sensible aux différentes annonces et rumeurs entourant le déroulement de l'offre. L'autre opportunité consiste à jouer sur le coût de l'emprunt de l'action qui est payé par l'emprunteur de cette dernière à son propriétaire, dépendant donc de la loi de l'offre et de la demande. En effet, à l'approche d'une opération sur le capital de la société la demande d'emprunt de titres augmentera mécaniquement étant donné que les investisseurs, voire les assaillants eux-mêmes, rechercheront à emprunter des titres de la société cible.

**75.** Ces moyens de spéculation peuvent venir en appui d'une stratégie activiste portant sur les titres de la société, notamment pour maximiser la plus-value lorsque le gérant a la ferme conviction que la cible va faire l'objet d'une offre hostile. Dans ce cas de figure, il pourra parfaitement utiliser de tels mécanismes pour amplifier sa plus-value en effectuant des prises de position correspondant à l'évolution qu'il anticipe pour l'offre. Il nous semble qu'aucun des deux ne peut, de quelque manière, avoir une influence sur le destin de l'offre publique. Aucun de ces deux mécanismes ne permet en effet à ceux qui les utilisent de peser sur le destin de l'offre étant donné que l'utilisation de produits dérivés de cette nature ne permet pas de détenir des actions à droit de vote, donc de se voir conférer la qualité d'actionnaire et, *in fine*, d'avoir son mot à dire dans l'offre.

#### b. Les possibilités d'arbitrage pour les fonds activistes.

**76. Les opportunités d'arbitrages.** Comme nous venons de le démontrer précédemment, le prix sera la principale valeur sur laquelle les actionnaires spéculeront. L'opportunité d'arbitrage est présente dans un prix de marché inférieur à celui proposé par l'initiateur de l'offre, à condition que l'offre ait de bonnes chances de réussir (ce qui constitue le facteur de risque de l'opération). Rappelons nous que « *L'offre peut consister en : 1. Une*

*offre unique proposant l'achat des titres visés ou l'échange de ces titres contre des titres émis ou à émettre ou un règlement en titres et en numéraire ; 2. Une offre alternative ; 3. Une offre principale assortie d'une ou plusieurs options subsidiaires présentant le caractère d'un accessoire indissociable »*<sup>216</sup>. La contrepartie proposée peut ainsi consister en une remise d'espèces (ceci étant impératif lorsque l'initiateur d'une offre obligatoire ne peut offrir des titres liquides admis à la négociation sur un marché réglementé<sup>217</sup> et une option en espèces doit être proposée dans tout retrait obligatoire<sup>218</sup>) soit une remise d'instruments financiers<sup>219</sup>. Les instruments financiers peuvent être à dénouement immédiat ou différé (comme des obligations convertibles en actions), la limite étant que « *l'initiateur a l'obligation d'offrir une chose certaine, déterminée ou du moins déterminable* »<sup>220</sup>. Les opportunités d'arbitrages peuvent prendre des dimensions différentes en fonction de ce qui est la contrepartie à l'achat des titres.

77. Dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, les opportunités d'arbitrages résulteront de la différence de prix entre le cours de l'action et le prix proposé par l'offre (cet écart de cours étant généralement très faible). Dans le cadre d'une offre publique d'échange, il faudra distinguer. Il y aura tout d'abord les opportunités pouvant résulter de la différence entre la valeur de l'action proposée dans l'offre par rapport au cours du titre actuel, si la contrepartie est en actions. Cet arbitrage est plus complexe que le précédent, car, contrairement à une offre en numéraire, la valeur de la contrepartie est ici susceptible d'évoluer dès lors qu'elle sera cotée. Une action de la nouvelle société pourra par exemple voir sa valeur augmenter ou diminuer, contrairement à un paiement en numéraire. Si la contrepartie n'est pas en actions, l'arbitrage pourra toujours se faire sur la contrepartie proposée et aussi sur les caractéristiques propres à l'instrument financier proposé. Dans le cas d'obligations convertibles en actions<sup>221</sup>, la spéculation pourra porter sur la valeur de l'action une fois l'obligation convertie mais aussi sur l'opportunité de convertir. Dans le cas d'une offre mixte, les opportunités d'arbitrages seront à la fois celles d'une offre publique d'achat et

---

<sup>216</sup> Article 231-8 RGAMF.

<sup>217</sup> Article 5(5) de la directive 2004/25/CE du 21 Avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition

<sup>218</sup> Article L.433-4-III C. Mon. Fin.

<sup>219</sup> La contrepartie proposée dans une offre publique, Dominique Bompont, Les offres publiques d'achat, Droit 360°, Lexis-Nexis Litec, p.361.

<sup>220</sup> *Ibid.* Cour d'Appel de Paris, Société Générale, Paribas et BNP, 17 juin 1999. Voir notamment : RTD Com. 1993/3, p.710.

<sup>221</sup> Ce cas de figure s'est déjà produit dans la tentative de BSN sur Saint-Gobain, même si l'offre n'a pas réussi. Voir ainsi : Le triomphe du capitalisme sauvage ou BSN contre Saint-Gobain, Chronique XXXI, Recueil Dalloz Sirey, 1969, 35<sup>ème</sup> cahier.

d'échange. Les investisseurs pourront prendre position à la fois sur le prix et les instruments financiers proposés en contrepartie par l'initiateur de l'offre.

78. En parallèle de l'ensemble des cas de figure, et comme nous l'avons déjà souligné, une autre opportunité est présente de manière constante. Il s'agit de spéculer sur la réussite, ou non de l'offre. Les investisseurs anticiperont ainsi une hausse du prix de l'action s'ils estiment que l'offre va réussir ou une baisse dans le cas inverse. Cette opportunité nous intéresse tout particulièrement étant donné que les activistes vont justement chercher à s'assurer le succès de l'offre, ou bien tout faire pour l'empêcher. Cette opportunité financière, portant sur le risque de réussite ou d'échec de l'opération, sera la spécialité des arbitragistes que nous étudierons par la suite. Cela contribue à démontrer qu'il est cependant difficile de tracer une frontière claire. Des fonds activistes pouvant emprunter des stratégies aux arbitragistes et inversement.

79. **Les conditions d'arbitrages.** On peut donc estimer que les actionnaires activistes n'interviendront dans une société que si certaines conditions d'arbitrages sont remplies<sup>222</sup>. La première est le degré du contexte d'offre publique. Plus la probabilité d'une offre aura été intégrée par le marché et moins cela sera attrayant, dès lors qu'il s'agit, pour les activistes, de repérer les futures cibles le plus en amont possible. L'existence d'un écart de cours intéressant est aussi fondamentale. Il s'agit certes d'avoir un différentiel suffisamment important entre le prix de l'action et le prix proposé ou espéré mais pas seulement. L'investisseur va en effet intégrer tout un ensemble de facteurs à ce prix. Il va ainsi tenir compte du coût de l'emprunt (le *borrow*) s'il doit emprunter des titres, l'éventuel versement d'un dividende à venir,... Il s'agit, en langage financier, de la *spread calculation* qui peut donner un résultat à l'opposé de l'écart de cours de départ. Les activistes seront ainsi particulièrement attentifs à l'ensemble des modifications qui pourraient intervenir dans l'environnement de la société et qui sont de nature à modifier cet écart de cours. Enfin, la dernière condition nécessaire est la possibilité de pouvoir vendre à découvert. L'actionnaire activiste n'investira pas dans une entreprise pour laquelle il ne peut vendre à découvert les titres de l'offreur éventuel ou, dans une moindre mesure, se protéger en vendant à découvert tout ou partie d'un indice sectoriel. L'impossibilité peut par exemple provenir d'une action trop chère à emprunter. Il est vital pour de tels actionnaires de pouvoir couvrir leurs positions par des ventes à découvert. L'existence des deux dernières conditions explique pourquoi certaines entreprises ne

---

<sup>222</sup> Entretien du 21 novembre 2011, avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan London.

subissent pas l'assaut des activistes alors qu'elles apparaissent comme des cibles tentantes de prime abord. Ils prendront un soin tout particulier à choisir les sociétés dans lesquelles ils vont prendre position<sup>223</sup>.

## **B. Les stratégies actionnariales généralement déployées.**

**80.** Les actionnaires activistes déploient des stratégies qui sont éprouvées depuis longtemps et qui leur ont permis d'acquérir une importante crédibilité sur le marché. L'activisme n'est pas né avec les offres publiques et dépasse même largement ce cadre. Cette expérience leur permet d'intervenir dans le cadre des offres publiques comme étant une duplication des méthodes déjà utilisées dans d'autres contextes (1). L'activisme actionnarial n'est efficace que par la maximisation de leur puissance financière par les activistes. Ces derniers cherchent à maximiser le pouvoir détenu dans la société de par leur participation. Ces stratégies s'articulent autour d'éléments constants et recevant l'appui indispensable et précieux d'autres acteurs des marchés financiers que sont les *proxy advisers* (2).

### **1. La crédibilité acquise par les fonds activistes sur les marchés.**

**81.** L'activisme actionnarial est un phénomène ancien qui s'est développé sur des questions de *corporate governance*. Il n'est pas né avec les offres publiques et a déjà fait ses preuves dans les domaines de la vie quotidienne de la société (a). Il correspond en cela à l'image d'un actionnaire impliqué. Les actionnaires activistes ont acquis, avec d'autres acteurs, une grande réputation auprès du marché avec le développement et le succès de ces stratégies. Cette histoire leur offre une grande crédibilité qui leur permet de mener à bien des campagnes activistes dans le cadre des offres publiques (b).

---

<sup>223</sup> Entrepreneurial Shareholder Activism : Hedge funds and Other Private Investors, Klein et Zur, NYU Law and Economis Research paper n°140/2006 et Hedge fund activism and takeovers, Greenwood and Schor, Harvard Law School Working Paper, July 2007.

## a. Le développement de l'activisme actionnarial.

**82. L'activisme actionnarial**<sup>224</sup>. Plusieurs définitions peuvent être retenues pour décrire cette stratégie. « *L'investisseur activiste est un investisseur qui constitue une participation significative dans une société cotée avec l'intention de créer un changement et, par là-même, de réaliser un profit sur son investissement* »<sup>225</sup>. Dans le cadre d'une autre étude, l'auteur estime que « *l'activisme de la part des hedge funds est défini comme toute politique de contestation en assemblée générale, réelle ou consistant en une menace suffisamment sérieuse, ou encore de tout autre moyen ayant pour but de changer les principales orientations stratégiques de toute société dont les instruments sont admis à la négociation sur un marché financier et qui n'est pas en difficulté financière* »<sup>226</sup>. Les fonds activistes vont constituer une participation significative dans le capital de la société, puis engager un bras de fer avec le conseil d'administration pour qu'il mette la société en vente, ou solliciter une offre d'une tierce partie. La menace est réelle et est maintenant prise au sérieux par les directions des sociétés dont les titres sont admis sur les marchés financiers et leurs conseils, « *l'actuel haut niveau d'activisme actionnarial de la part des hedge funds demande le même degré de préparation que pour une offre publique hostile* »<sup>227</sup>. Certains auteurs<sup>228</sup> ont ainsi cherché à identifier les principales caractéristiques des actionnaires, et notamment des *hedge funds*, ayant adopté cette stratégie. Ces caractéristiques sont selon nous applicables à l'ensemble des actionnaires activistes. Elles sont les suivantes : 1. Ils sont indépendants de tout autre acteur financier (comme les banques d'investissement) ; 2. Leurs véhicules d'investissement sont généralement petits et flexibles ; 3. Ces *hedge funds* ne sont pas diversifiés et investissent de larges parts de leurs actifs dans une seule et même opération ; 4. Ils ne dévoilent pas leurs stratégies d'investissement, leurs positions de vente à découvert et leurs ratios d'effet de levier. Cette étude démontre aussi que, même si la définition de

---

<sup>224</sup> Pour un aperçu global du phénomène en 2011: Proxy Monitor 2011, A report on corporate Governance and shareholder activism, James R. Copland, September 2011. Voir aussi: Carine Girard, L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance, le cas français, Finance Contrôle et Stratégie, Volume 7, n°3, Septembre 2004, p.91 ; Richard Marens, Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du 20<sup>ème</sup> siècle, Finance Contrôle Stratégie, Volume 6, n°4, décembre 2003, p.97 ; Stuart Gillan et Laura Starks, A survey of shareholder activism : motivation and empirical evidence, 1998, Working paper, University of Texas at Austin.

<sup>225</sup> Entrepreneurial Shareholder Activism : Hedge funds and Other Private Investors, Klein et Zur, NYU Law and Economis Research paper n°140/2006.

<sup>226</sup> Thomas W. Briggs, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An empirical Analysis, J. Corp. L., Summer 2007, p.701.

<sup>227</sup> *Ibid.* Martin Lipton, Attacks by Activist Hedge Funds, M&A Law, May 2006.

<sup>228</sup> Klein et Zur, *Ibid.*

l'activisme actionnarial est large et vise en premier lieu la *corporate governance*, l'activisme en vue de s'opposer ou de favoriser une opération de rapprochement constitue un cas fréquent d'activisme. Ainsi, sur 116 campagnes activistes aux Etats-Unis, sur la période de l'étude, 18 avaient pour vocation de s'opposer à l'opération et 16 pour la supporter<sup>229</sup>.

**83.** Certains exemples peuvent ainsi être cités ; en 2005 deux *hedge funds*, dont Knight Vinke, bloquèrent l'acquisition de IMS health par VNU en 2005 car ils étaient convaincus que l'opération ne bénéficierait pas à la société<sup>230</sup>. Ce type d'opération a été relevé en France dans le rapport Mansion<sup>231</sup>, « *Les sociétés françaises cotées, dont l'actionnariat se répartissait traditionnellement entre actionnaires « individuels » et « institutionnels » ont vu apparaître, dans leur capital, de nouveaux investisseurs, souvent puissants, et soucieux, tout autant, de peser sur les choix stratégiques que de maximiser la performance de leurs titres* ». L'ensemble de ces stratégies se sont principalement développées étant donné que les actionnaires activistes ont effectué de grosses levées de fonds et ont dû trouver des débouchés pour offrir des retours sur investissement à leurs investisseurs<sup>232</sup>. Le même auteur démontre aussi que ces capitaux peuvent être particulièrement utiles pour faire croire à une possible offre de la part du fonds sur la société et augmenter la crédibilité de l'attaque, sans pour autant aller jusqu'à mettre la menace implicite à exécution<sup>233</sup>. Les Professeurs Kahan et Rock<sup>234</sup>, ont identifié toute une série de cas illustrant parfaitement ces différentes situations. Nous en étudierons certains donnant un bon aperçu de l'intervention des actionnaires activistes, et particulièrement des *hedge funds*, dans les opérations de fusions acquisitions sur des sociétés cotées. L'activisme actionnarial fait l'objet de nombreux débats, certains y voyant une déformation du rôle de l'actionnaire, d'autres reconnaissant un aspect positif dans ces interventions<sup>235</sup>.

---

<sup>229</sup> Klein et Zur, *Ibid.* A cette fin, la définition de l'activisme actionnarial avait été améliorée, il fallait : 1. Une déclaration de franchissement de seuil de 5% auprès de la SEC ; 2. Une intention déclarée d'engager le management de la société cible.

<sup>230</sup> Maatman et Raaijmakers, *Ibid.*

<sup>231</sup> Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, Groupe de Place présidé par Yves Mansion, Membre du collège de l'Autorité des Marchés Financiers, janvier 2008.

<sup>232</sup> Thomas W. Briggs, *Ibid.*

<sup>233</sup> L'auteur de cette étude fournit plusieurs exemples de déclaration de franchissement de seuils comportant une telle menace : Axiom Corp. Schedule 13D filed by Value Act Capital (July 14, 2005) ; Circuit City Stores INC, Schedule 13D filed by Highfields Capital Management (Marche 8, 2005); Houston Exploration Co, Schedule 13D filed by Jana Partners (June 22, 2006); Mylan Laboratories Inc, Soliciting Material Filed by Non-Registrant (Schedule 14A) June 1, 2005.

<sup>234</sup> M. Kahan et E.B. Rock, *Ibid.*

<sup>235</sup> Philippe Merle, Droit commercial, Sociétés Commerciales, 12<sup>ème</sup> édition, n°249. « *Les fonds activistes sont accusés de ne rechercher que des plus-values et les dividendes à court terme, sans tenir compte de l'intérêt social et du long terme. De leur côté, ils prétendent intervenir pour réveiller les belles endormies. S'ils ne*

**84. Les exemples d'activisme.** L'activisme actionnarial n'est pas uniquement cantonné aux offres publiques<sup>236</sup>. Il s'est d'ailleurs historiquement développé en dehors de ce contexte, dans le cadre du développement des pratiques de *corporate governance*. «*Ils apparaissent (...) de plus en plus souvent comme des défenseurs des règles de bonne gouvernance, brandissant des principes éthiques pour motiver leurs démarches d'activisme actionnarial*»<sup>237</sup>. Ce phénomène est tout d'abord apparu aux Etats-Unis et peut prendre plusieurs formes<sup>238</sup>. Les professeurs Kahan et Rock énumèrent plusieurs exemples d'actionnaires activistes connus pour leurs actions dans le domaine de la *corporate governance*. Ils citent ainsi le fonds Third Point<sup>239</sup> détenant environ 4 milliards de dollars sous gestion. Sa stratégie est d'acquérir des participations importantes au sein de sociétés dont la gouvernance est jugée insatisfaisante et de changer les dirigeants pour améliorer la gestion de ces sociétés. Ils se réfèrent ainsi à l'exemple de Star Gas, société dans laquelle Third Point acquit une participation de 6% avant de demander aux dirigeants de démissionner de manière extrêmement directe<sup>240</sup>. Il apparaît en effet que la gouvernance de la société était loin d'être idéal. Le principal dirigeant avait nommé comme administrateur sa mère de 78 ans et la rémunérait comme un employé à plein temps. Suite à la pression exercée par le fonds activiste, le dirigeant démissionna en moins d'un mois. Un autre exemple donné par ces auteurs concerne un autre *hedge fund*, Barington Capital Group<sup>241</sup>. Comme le relèvent les auteurs, en juin 2003, avec d'autres investisseurs, il vient à détenir 3.1% du capital de Nautica et élit trois administrateurs à son conseil d'administration. Il entreprit ensuite des contacts avec une agence de conseil en vote, ISS, pour que cette dernière supporte l'élection de deux administrateurs supplémentaires. Ces manœuvres réussirent pour le fonds car la société visée fût finalement acquise par une autre société. Il existe bien entendu d'autres exemples provenant de ces fonds<sup>242</sup>. L'activiste le plus connu aux Etats-Unis reste Carl Icahn qui se fit

---

*réussissent pas à établir le dialogue avec le management, leur contestation se déplace en assemblée générale où, dès lors qu'ils détiennent environ 20% du capital, leur rôle est essentiel* ». Voir aussi: L'activisme actionnarial suscite de vrais débats, Yannick Rondant, Le journal des finances, 17 avril 2010 ; Stéphane Le Page, L'activisme actionnarial se professionalise, Les Echos, 30 avril 2008.

<sup>236</sup> Les exemples d'activisme en Europe sont extrêmement large, Marco Becht, Julia Franks et Jeremy Grant, ECGI, Hedge fund activism in Europe, Finance WorkingPaper n°283/2010, Mai 2010.

<sup>237</sup> Florent Berthaut, Hedge funds: les activistes à l'assaut, l'Agefi, 14 septembre 2006.

<sup>238</sup> Marcel Kahan et Edward Rock, *Ibid*, p.1029: «*Cet activism prend différente forms, de la pression publique sur le portefeuille d'activité d'une société pour changer sa stratégie, à la conduire d'une proxy fight pour obtenir des sièges au conseil d'administration, au contentieux contre des dirigeants présents ou passés*».

<sup>239</sup> <http://www.thirdpointpublic.com/>

<sup>240</sup> Le fonds activiste indiqua en effet au CEO qu'il était temps pour lui d'aller jouer au tennis dans sa résidence secondaire.

<sup>241</sup> <http://www.barington.com/>

<sup>242</sup> Barington mena aussi, par exemple, une politique activiste sur Steven Madden pour lui demander d'envisager des discussions avec des acquéreurs potentiels.

connaître dans les années 1980. Il effectua de nombreux « raids » activistes sur des sociétés<sup>243</sup>. Parmi ses opérations les plus connues on peut ainsi citer le raid mené sur AOL-Time Warner<sup>244</sup>. Bien que son objectif initial fût la scission du groupe, il ne parvint pas totalement à l'atteindre. Aux termes d'un bras de fer avec les dirigeants de la société, il passa un accord avec ces derniers au terme duquel la société s'engagea à augmenter le nombre d'administrateurs indépendants à son conseil et à augmenter la taille de son programme de rachat d'actions. Un autre raid fameux fût celui sur Motorola dans lequel il réussit à obtenir des sièges d'administrateurs au sein du conseil d'administration de la société. Il est aussi intéressant de noter que les actionnaires activistes ne vont pas hésiter à s'engager dans un contentieux judiciaire avec la société qui refuserait d'appliquer leurs vues<sup>245</sup>.

**85.** Si ce mouvement est né et s'est principalement développé outre-Atlantique, des raids d'activistes ont eu lieu en France<sup>246</sup>, malgré des débuts timides<sup>247</sup>. La France a connu de nombreux raiders comme Vincent Bolloré ou François Pinault<sup>248</sup>. Elle a aussi été le théâtre d'interventions de fonds activistes proprement dits. On peut ainsi citer l'activisme de Pardus sur Valeo<sup>249</sup> ou encore Knight Vinke forçant Suez à effectuer une scission avec Electrabel<sup>250</sup>. Plus récemment on peut citer la tentative d'un activiste célèbre, Guy Wyser-Pratt, pour mettre fin à la commandite du Groupe Lagardère<sup>251</sup>, même si ses résolutions furent rejetées avec une

---

<sup>243</sup> On peut ainsi citer Kerr-McGee, Blockbuster ou encore KT&G.

<sup>244</sup> Carl Icahn pris une participation dans la compagnie puis communiqua au public un mémoire de la banque Lazard proposant une alternative à la stratégie actuellement suivie et qui serait mieux à même de créer de la shareholder value.

<sup>245</sup> Marcel Kahan et Edward Rock, *Ibid*, p.1032. "Dans le cadre de leur activités en matière de corporate governance, les hedge funds sont souvent impliqués dans divers contentieux avec la cible de leur activisme. Alors que ces disputes sont généralement une conséquence de l'activisme elles peuvent aussi être une partie centrale de la stratégie activiste" (traduction libre).

<sup>246</sup> Philippe Merle, Droit commercial, Sociétés Commerciales, 12<sup>ème</sup> édition, n°249 ; L'activisme actionnarial se professionalise, Stéphanie Le Page, Les Echos, 30 avril 2008 ; Carine Girard, L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance: le cas français, Finance Contrôle et Stratégie, Volume 7, n°3, Septembre 2004 p. 91-116 ; Richard Marens, Evolution du gouvernement des entreprises: l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du 20<sup>ème</sup> siècle, Finance Contrôle et Stratégie, Volume 6 n°4, décembre 2003, p.97-131.

<sup>247</sup> Patricia Charléty et Pierre-Paul Jacquet, Les débuts difficiles de l'activisme actionnarial, Les Echos, 27 Juin 2002.

<sup>248</sup> Les raids industriels finissant par une prise de contrôle ne semblent d'ailleurs pas avoir totalement cessé : Jacquet Metals – La défense contre Jacquet Metals s'organise, Investir.fr, 2 Octobre 2008. Cette stratégie a aussi été menée par des fonds de *private equity* : Investir.fr, Colony et Legendre montent à 21.6% du capital, 12 août 2008 ; Dow Jones Newswires, Remaniments en vue à la direction d'Accor, 10 juillet 2008 ; Boursier.com, Accor : Colony et Eurazeo précisent leurs intentions, 2 juillet 2008 ; L'AGEFI Quotidien, Colony et Eurazeo montent à 21.05% du capital d'Accor, 28 juillet 2008.

<sup>249</sup> <http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2011/05/03/97002-20110503FILWWW00636-valeo-encore-critique-par-pardus.php>. Lien consulté le 25 juillet 2012.

<sup>250</sup> Florent Berthet, *Hedge funds*: les activistes à l'assaut, l'Agefi, 14 septembre 2006.

<sup>251</sup> Nathalie Silbert et Grégoire Poussié, Le duel Lagardère Wyser-Pratte devant les actionnaires, 26 avril 2010 ; Enguérant Renault, « Il n'est pas question d'abandonner la commandite », Le Figaro, 20 avril 2010 ; Benoît Georges, Guy Wyser-Pratt veut rencontrer rapidement Arnaud Lagardère, Les Echos, 19 avril 2010.

très large majorité<sup>252</sup>. Cet échec marqua le terme d'une véritable bataille au cours de l'assemblée générale, les dirigeants mettant en avant l'intérêt social de la société en estimant que l'adoption de ces résolutions pourrait conduire à un dépeçage du groupe aux conséquences néfastes et argumentant aussi de la participation stratégique dans EADS. Ce même activiste avait aussi visé Electricité et Eaux de Madagascar ainsi que le groupe de distribution Guyenne et Gascogne<sup>253</sup>, sans guère plus de succès<sup>254</sup>. La liste des entreprises visées ces dernières années est longue. Sans être exhaustif on pourra citer Vivarte<sup>255</sup>, Alstom, Arcelor, Suez, Atos Origin, Carrefour, Valéo, Accor ou encore Saint Gobain<sup>256</sup>. Plus récemment, Safran semble aussi devoir faire face à une contestation de la part du fonds TCI<sup>257</sup>. En suivant ces mêmes auteurs, on peut aussi relater la campagne activiste menée sur la société Atos Origin. Le 23 octobre 2006, le fonds Centaurus détenait 5.49% du capital de la société et menait des négociations avec les dirigeants. Suite à leur échec il fût rejoint par un autre fonds activiste Pardus. Les deux fonds demandèrent publiquement au conseil d'administration d'examiner des alternatives stratégiques. Pardus détenant alors 7.32% du capital de la société cible. Les dirigeants réussirent à convaincre des agences de conseil en vote de soutenir leurs positions, ces derniers disqualifiant au passage l'action de l'ADAM (Association de Défense des Actionnaires Minoritaires) du fait de ses conflits d'intérêts avec les deux fonds activistes... Lors de l'assemblée générale suivante, le comptage des votes devait conduire à l'élection des administrateurs proposés par les fonds activistes. Cependant, l'assemblée fût ajournée suite à l'annonce faite par le fonds de pension de la société de son soutien à l'initiative des activistes. Finalement, le 27 mai 2008, les deux activistes annoncèrent dans la presse qu'ils se retiraient de la bataille et vendaient leur participation à PAI Partner, un acteur européen majeur du *private equity*.

**86.** Il semble cependant que la France ne soit pas un terrain de chasse particulièrement favorable aux activistes, ces derniers employant de mauvaises stratégies et générant des résultats jugés décevants<sup>258</sup>. A l'inverse, avec une vision plus internationale, il ne semble pas

---

<sup>252</sup> Elles ne réunirent en effet que 22% des voix. <http://archives.lesechos.fr/archives/2010/LesEchos/20666-116-ECH.htm>. Lien consulté le 25 juillet 2012.

<sup>253</sup> Maurence Bollack, Gascogne : Guy Wyser-Pratte réclame deux sièges au conseil, Les Echos, 14 mai 2012.

<sup>254</sup> <http://archives.lesechos.fr/archives/2011/lesechos.fr/12/19/0201803284465.htm>. Lien consulté le 25 juillet 2012.

<sup>255</sup> Michel Albony et Alain Schatt; Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires: le cas André; Finance Contrôle Stratégie; Volume 7, n°2, juin 2004, p.33-65.

<sup>256</sup> Carine Girard et Stephen Gates, Notables cases of shareholder activism in France, The professionalization of shareholder activism in France, Director Notes, The conference Board Volume 3, n°4, Février 2011.

<sup>257</sup> Bruno de Roulhac, TCI tacle la stratégie de Safran, L'AGEFI Quotidien, 11 octobre 2012 ; Michel Cabirol, Un fonds activiste chahute la politique d'acquisitions de Safran, La Tribune, 11 octobre 2012.

<sup>258</sup> Laurence Boisseau, CAC 40 : le grand retour des actionnaires activistes, Les Echos, 20 novembre 2011.

que la crise financière ait découragé les fonds activistes. On peut ainsi citer les sociétés Chesapeake Energy<sup>259</sup>, Netflix<sup>260</sup>, Baccarat<sup>261</sup>, Mc Graw-Hill (propriétaire de la fameuse agence de notation Standard & Poor's)<sup>262</sup>, Agrium<sup>263</sup>. Les activistes n'hésitent d'ailleurs pas à viser des entreprises de premier plan tel que Yahoo!<sup>264</sup>, PepsiCo<sup>265</sup>, Procter & Gamble<sup>266</sup> ou encore la banque Lazard<sup>267</sup>. De la même manière, ce style de gestion reste attractif pour les *hedge funds*<sup>268</sup>, ceux qui le suivent prennent certes plus de risques mais obtiennent de meilleurs résultats. Cette pratique a ainsi permis à certains fonds de traverser la crise financière sans encombre<sup>269</sup>. Une observation attentive de l'activisme permet de remarquer la naissance d'une tendance qui doit encore être confirmée. Certains *hedge funds* activistes mènent des campagnes extrêmement agressives à l'encontre des sociétés visées. Ainsi, le fonds Pershing Square a lancé une campagne contre la société Herbalife en faisant partager son analyse selon laquelle elle fonctionnait sur un système frauduleux et devait faire faillite... il vendait parallèlement le titre à découvert. Un autre *hedge fund*, Third Point, est alors aussi rentré au capital pour apporter son soutien aux dirigeants. Cette affaire apparaît comme hors norme étant donné que l'enjeu est de savoir si la société doit faire faillite ou non et, selon certains analystes, seul un *hedge fund* survivra à cette bataille<sup>270</sup>.

**87.** L'activisme se décompose donc sous des formes diverses. On peut ainsi évoquer les prises de positions de l'ADAM<sup>271</sup> et de son emblématique présidente pour la défense des actionnaires minoritaires et un meilleur gouvernement d'entreprise en France. Cette

---

<sup>259</sup> Virginie Robert, Icahn refait son entrée au capital de Chesapeake Energy, Les Echos, 29 mai 2012 ; Virginie Robert, Chesapeake Energy cède aux pressions de Carl Icahn, Les Echos, 4 juin 2012 ; Olivier Pinaud, Dans la tourmente, la direction de Chesapeake accélère les cessions d'actifs, l'AGEFI Quotidien, 11 juin 2012.

<sup>260</sup> Pierre-Yves Dugua, Carl Icahn pousse Netflix à se vendre ; le raider a pris 10% du capital du champion de la vidéo à la demande, Le Figaro, 2 novembre 2012.

<sup>261</sup> Isabelle Chaperon, Un activiste vient perturber les projets de Baccarat, Le Figaro, 28 juin 2012.

<sup>262</sup> Delphine Cuny, Mc Graw-Hill, le propriétaire de Standard & Poor's, se recentre sur la finance, La Tribune, 27 novembre 2012.

<sup>263</sup> Olivier Pinaud, Le canadien Agrium se retrouve pris dans les griffes du fonds activiste Jana Capital, L'AGEFI Quotidien, 16 août 2012.

<sup>264</sup> Marie-Catherine Beuth, Le démantèlement de Yahoo! Se rapproche, Le Figaro, 19 janvier 2012 ; Romain Gueugneau, Le nouveau patron de Yahoo! Déjà en difficulté, Les Echos, 7 mai 2012.

<sup>265</sup> Keren Lentschner, Un fonds activiste veut secouer PepsiCo, Les Echos, 17 mai 2012.

<sup>266</sup> Laurence Girard, La pression monte sur Robert McDonald, le PDG de Procter & Gamble, Le Monde, 17 juillet 2012.

<sup>267</sup> Pierre de Gasquet, Le fonds Triar Partners mise sur Lazard, Les Echos, 20 juin 2012.

<sup>268</sup> Pierre de Gasquet, John Paulson renoue avec le style activiste, Les Echos, 16 février 2012.

<sup>269</sup> Nessim Aït-Kacimi, « *Hedge funds* »: une année maussade sauvée par de rares coups d'éclats, Les Echos, 10/01/2013.

<sup>270</sup> Nessim Aït-Kacimi, Herbalife, le Stalingrad des hedge funds, Les Echos, 11/01/2013.

<sup>271</sup> Association de Défense des Actionnaires Minoritaires. Voir par exemple, [http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/colette-neuville-presidente-de-l-association-de-defense-des-actionnaires-minoritaires\\_94244.html](http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/colette-neuville-presidente-de-l-association-de-defense-des-actionnaires-minoritaires_94244.html). Lien consulté le 25 juillet 2012.

organisation n'hésitant d'ailleurs pas à s'allier aux *hedge funds*<sup>272</sup>. On pourra aussi relever un récent développement qui consiste à voir émerger, aux côtés des raiders et activistes traditionnels, des fonds activistes créés par des agences de conseil en vote. On peut ainsi penser à Phitrust créé par Proxinvest<sup>273</sup>. Ce fonds fait d'ailleurs régulièrement parler de lui en déposant des résolutions en assemblée générale que ce soit sur des questions de *corporate governance*<sup>274</sup>, et particulièrement de rémunération des dirigeants<sup>275</sup>, ou autres, comme des questions d'ordre environnemental<sup>276</sup>. Il semble d'ailleurs que les autres gérants s'impliquent de plus en plus lors des assemblées générales<sup>277</sup>.

#### b. La crédibilité des stratégies d'activisme actionnarial.

**88. Le précédent issu du mouvement de la *corporate governance*.** En ce qui concerne l'activisme actionnarial, il faut relever la confiance que place le marché dans les acteurs adoptant de tels moyens. Le marché réserve un accueil favorable à l'annonce de ces stratégies et d'autres acteurs déclarent publiquement approuver la démarche et la rejoindre. Cette crédibilité accordée aux actionnaires activistes peut s'expliquer par les résultats qui ont été les leurs dans les campagnes d'activisme pour mieux faire respecter les règles de *corporate governance* et leur capacité à identifier leurs cibles<sup>278</sup>. Les techniques développées à cette occasion sont variées et transposables aux compagnies sous valorisées par le marché. *« Cet activisme prend plusieurs formes, des pressions publiques sur une compagnie détenue en portefeuille pour qu'elle change sa stratégie, à la participation à l'assemblée générale*

---

<sup>272</sup> Claire Gatinois, L'activisme des "*hedge funds*" soutenu par les minoritaires, Les Echos, 24 août 2005.

<sup>273</sup> <http://www.phitrust.com/>.

<sup>274</sup> Phitrust a ainsi proposé de séparer les fonctions de Président et de Directeur-Général au sein de la Société Générale en vertu de l'Article L.225-55-1 du Code de commerce. Voir le lien consulté le 25 juillet 2012. <http://archives.lesechos.fr/archives/2012/lesechos.fr/04/16/0202012894394.htm>

<sup>275</sup> Voir le rejet d'une partie de la rémunération du PDG de Carrefour. <http://www.latribune.fr/entreprises-finance/services/distribution/20120618trib000704502/les-actionnaires-de-carrefour-refusent-l-attribution-de-stock-options-a-georges-plassat.html>. Lien consulté le 25 juillet 2012.

<sup>276</sup> Phitrust a ainsi déposé une résolution à l'assemblée de Total concernant l'exploitation de sables bitumeux au Canada <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/142.html>. Lien consulté le 25 juillet 2012.

<sup>277</sup> Stéphane Le Page, Les gérants d'actifs s'engagent à pas feutré dans le dialogue actionnarial, Les Echos, Gestion d'actifs, 11 Avril 2011.

<sup>278</sup> « *L'image autoproclamée et populaire des raiders comme gardiens des intérêts de l'ensemble des parties, cependant, reste fondée sur la présomption qu'ils peuvent correctement identifier des équipes dirigeantes inefficaces* », ainsi « *plus les performances de la cible sont problématiques avant l'entrée au capital du fond activiste, et plus haut sera le taux de rendement* » ; James Walsh et Rita Kosnik, Corporate raiders and their disciplinary role in the market for corporate control, The academy of management journal, Volume 36, no4 (Août 1993), pages 671-700.

*pour faire élire certains administrateurs au conseil d'administration, en passant par des actions en justice contre les dirigeants actuels et anciens »*<sup>279</sup>.

89. Cette surperformance des activistes dans ce domaine a été mise en lumière par deux études américaines avec la même démarche scientifique. Certains ont, en effet, démontré que ces actionnaires ont eu des résultats tout à fait honorables dans les campagnes activistes visant à favoriser l'implantation de la *corporate governance*, tandis que d'autres démontrent que cet interventionnisme conduit à favoriser les opérations de changement de contrôle des sociétés cibles. Leurs auteurs ont étudié, sur des périodes de temps données l'ensemble des déclarations d'intention faites lors des franchissements de seuils auprès de la SEC<sup>280</sup> par des actionnaires à visé activiste et comparé l'impact sur les sociétés qui étaient les cibles de ces déclarations. La première étude<sup>281</sup> démontre que les actionnaires, lorsqu'ils mènent des campagnes activistes, ont un taux de succès équivalent à 60%, ils obtiennent une représentation aux conseils d'administration des sociétés visées dans 73% des cas. Par ailleurs, dans 50% des cas étudiés les entreprises ont changé leurs stratégies industrielles ou cela a conduit à une opération de fusion/acquisition. La seconde étude<sup>282</sup> démontre que les actionnaires minoritaires n'ont pas vraiment intérêt à faire de l'activisme actionnarial, si ce n'est leur spécialité, du fait de son coût important, et adoptent dès lors des comportements de passagers clandestins. Ils vont profiter de la campagne activiste sans y prendre part activement. Cette étude démontre de manière empirique que les entreprises qui sont l'objet de politiques actionnariales activistes sont plus susceptibles de faire l'objet d'un changement de contrôle que celles qui ne font pas l'objet d'une pression actionnariale sur leur contrôle. La combinaison effectuée par les positions de court terme des actionnaires activistes et les larges positions qu'ils détiennent dans le capital des sociétés conduisent à ce que les opérations de changement de contrôle soient, in fine, la seule option attractive suite à une campagne activiste. La société cible aura un grand intérêt, pour contenter ses actionnaires, à rechercher un acquéreur, ce qui profitera à l'ensemble des propriétaires de titres. L'offre amicale aura l'avantage d'offrir une porte de sortie acceptable pour l'ensemble des actionnaires. Si les dirigeants en place sont mis en difficulté par un actionnaire activiste cela pourra fournir une très belle opportunité pour une autre société de lancer une offre hostile sur la cible. Une

---

<sup>279</sup> M. Kahan et E.B. Rock, Hedge funds in corporate governance and corporate control, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1029.

<sup>280</sup> SEC Schedule 13D.

<sup>281</sup> Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors, April Klein and Emanuel Zur, NYU Law and Economics Research paper n°140/2006.

<sup>282</sup> Hedge fund activism and takeovers, Greenwood and Schor, Harvard Law School Working Paper, July 2007.

troisième étude<sup>283</sup> démontre parfaitement cela. Les activistes se sont forgés une image de gardiens des intérêts des actionnaires de la société car ils peuvent identifier les dirigeants inactifs ou inefficaces. Cette image conduit à une pression implicite sur les dirigeants des sociétés les conduisant à améliorer leurs performances de peur de devenir la cible des fonds. Les fonds jouent un rôle fondamental dans le marché, et sont respectés par l'ensemble des autres acteurs. En cas d'absence de pression actionnariale, il n'y a aucune motivation pour les dirigeants de la société à valoriser au mieux les actifs de cette dernière. Même si la menace d'une prise de contrôle extérieure est un outil efficace pour lutter contre une trop grande passivité ou inefficacité des dirigeants, elle doit encore être mise en œuvre. L'idée est que l'attitude des dirigeants de la société quant à la création de valeur actionnariale va dépendre de l'activisme des actionnaires. A partir du moment où des actionnaires activistes jouent ce rôle et font peser une pression à la fois explicite dans certains cas, mais aussi généralement implicite sur les dirigeants des sociétés cotées, dès lors l'ensemble des acteurs des marchés financiers en profiteront.

**90. Les résultats financiers.** La confiance que les marchés place dans les actionnaires activistes est aussi dûe aux résultats financiers résultant de ces stratégies. L'étude empirique de Klein et Zur<sup>284</sup> montre que le cours de bourse des sociétés cibles augmente en moyenne de 10.2% suite à l'intrusion d'actionnaires activistes au capital, ainsi « *le marché croit que l'activisme crée de la valeur actionnariale* ». Le marché est généralement en mesure de distinguer entre des campagnes qui ont des chances de réussir et les autres, notamment en fonction des acteurs impliqués (la réputation des *hedge funds*) et du niveau de valorisation de la cible. Une preuve peut être trouvée dans le fait que la demande en actions pour la société est supérieure après une déclaration de franchissement de seuil à la suite de laquelle le contrôle de la société changera en moins d'un an.

**91.** Il a aussi été relevé que le taux de rentabilité des entreprises cibles augmentait suite à l'entrée au capital d'actionnaires activistes, cela pouvant s'expliquer par le fait que les fonds choisissent généralement d'entrer au capital de sociétés présentant de solides résultats financiers. Cependant, les auteurs relèvent que lorsque les performances des fonds activistes

---

<sup>283</sup> James P Walsh and Rita D Dosnik, Corporate raiders and their disciplinary role in the market for corporate control, *Ibid*, p. 671-700.

<sup>284</sup> Entrepreneurial Shareholder Activism : Hedge funds and Other Private Investors, Klein et Zur, NYU Law and Economics Research paper n°140/2006. Cette étude a été effectuée entre le 1er Janvier 2003 et le 31 décembre 2005, soit pendant une période sans perturbation notable des marchés financiers, sur la base des déclarations de franchissements de seuils que les actionnaires doivent effectuer auprès de la SEC dès lors qu'ils dépassent les 5% du capital d'une société cotée aux Etats-Unis.

sont comparées à celles d'autres groupes d'investisseurs activistes (comme les fonds de pension très actifs dans ce domaine) aucune différence sensible de résultat n'est perceptible entre les deux catégories d'acteurs. Les autres études vont dans le même sens, ainsi Greenwood et Schor<sup>285</sup> reprennent des travaux académiques précédents<sup>286</sup> démontrant que le cours de bourse des sociétés visées augmente généralement en moyenne de 5 à 7% juste après l'annonce de l'entrée des fonds au capital. Leur propre étude démontre que le cours de bourse est surtout sensible aux intentions des investisseurs. Il évoluera de façon positive si ces derniers déclarent vouloir engager les dirigeants de la société, notamment en demandant la mise en vente d'actifs ou de la société ou en s'opposant à un rapprochement. Sur 18 mois, ils trouvent que le cours de bourse augmentera d'environ 10%, la majeure partie de l'augmentation interviendra entre le 3<sup>ème</sup> et le 18<sup>ème</sup> mois à compter de la déclaration auprès de la SEC. Seule une faible augmentation du cours de bourse est perceptible au moment de l'annonce. Ils relèvent aussi que sur 178 cas étudiés, dans 48 cas une fusion ou une vente de la société a été annoncée. Plus précisément, 22.6% des sociétés sont sorties de la cote. 18.1% sont acquises par une autre société et cessent d'être cotées par la suite. Même si certains auteurs<sup>287</sup> estiment que les performances générées par les activistes n'apparaissent pas aussi clairement, de manière générale les acteurs du marché font confiance aux gérants du fait de leurs succès passés et des retours sur investissement qu'ils ont réalisés. Il s'agit de l'une des clés de voûte du système. Etant donné que les acteurs du marché auront confiance dans la capacité des fonds activistes à créer de la valeur ils auront tendance à les suivre dans leurs actions en achetant des titres de la société visée mais aussi à soutenir leur offensive contre le conseil d'administration. Parallèlement à cela, les actionnaires activistes seront pris au sérieux par les dirigeants de la société qui chercheront à s'opposer à leurs vues, mais aussi par l'ensemble des autres industriels ou fonds de *private equity* qui pourraient être intéressés par le lancement d'une offre sur la société. Il est bien évident que si les activistes n'avaient pas eu de tels résultats dans leurs campagnes précédentes (que ce soit en matière de *corporate governance* ou d'initiation d'un changement de contrôle), les marchés leur accorderaient, bien entendu, une crédibilité bien moins importante.

---

<sup>285</sup> Hedge fund activism and takeovers, Greenwood and Schor, Harvard Law School Working Paper, July 2007.

<sup>286</sup> Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy and Randall Thomas, 2006, "Hedge fund activism, corporate governance and firm performance", *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, n°4 août 2008, p.1729.

<sup>287</sup> James P Walsh and Rita D Dosnik, *Ibid*, p. 671-700.

## 2. La maximisation de la puissance financière.

**92.** Les actionnaires activistes cherchent généralement à créer un effet de masse pour maximiser la puissance de leur investissement. Cela leur permet de peser d'une manière plus importante que la stricte application du principe de proportionnalité ne leur permettrait. Les actionnaires activistes vont généralement agir de manière commune pour parvenir à leurs fins (a). Ils seront aidés en cela par différents acteurs des marchés financiers et notamment les agences de conseils en vote, les fameux *proxy-advisers*, généralement favorables à ces campagnes activistes (b).

### a. La création d'un effet de masse.

**93. La communication au public.** Cette méthode, redoutablement efficace, consiste à agréger le maximum d'investisseurs, le plus rapidement possible, pour mettre sous pression les dirigeants de la société cible. Il s'agit aussi de créer un contexte favorable à l'opération en sensibilisant le marché à la stratégie que va adopter l'actionnaire et aux faiblesses qu'il a identifiées dans la société. Outre l'agrégation d'investisseurs, les activistes vont généralement tenter de créer un climat de défiance à l'encontre de la société de la part du marché ce qui va nettement faciliter la suite de l'opération. En déstabilisant les dirigeants, l'actionnaire prépare le terrain à sa future offensive. Surtout, cela lui permet de scruter la réaction des autres investisseurs et de tester le marché. Si la réaction à l'entrée du fonds est manifestement négative ce dernier sera encore en mesure de se retirer. Le premier volet de cette stratégie consiste donc à communiquer très largement une double information ; tout d'abord le fait que le fonds activiste est rentré au capital de la société et ensuite pour quelle raison. Le but est de faire connaître à tous les acteurs les faiblesses identifiées de la société (comme une sous valorisation) et de proposer une porte de sortie (changement des dirigeants, recentrage stratégique, cession, adossement à une autre société, montage d'un LBO,...). Pour cela les actionnaires activistes vont se lancer dans de véritables campagnes de presse. Tout d'abord en faisant publiquement connaître leurs griefs et leurs demandes aux dirigeants<sup>288</sup>. Ensuite, ils

---

<sup>288</sup> Ainsi, dans l'affaire ABN-Amro ou Deutsche Börse, les fonds rendaient systématiquement publiques les lettres adressés aux dirigeants des sociétés. Un autre exemple est la lettre dans laquelle le gérant du fonds Knight Vinke s'inquiète d'une opération de M&A de Carrefour au Brésil, lettre diffusée dans la presse et disponible sur <http://archives.lesechos.fr/archives/2011/lesechos.fr/05/31/0201410336370.htm>. Lien consulté le 18/02/2012.

peuvent donner plusieurs interviews sur leur vision de la société dans la presse économique pour être certains de toucher le plus grand nombre possible d'actionnaires<sup>289</sup>. Ce genre d'interviews pouvant aussi ressembler davantage à une charge contre les dirigeants en place<sup>290</sup>. Cette méthode est extrêmement efficace étant donné que les dirigeants de la société seront obligés de répondre, et donc de chercher à convaincre les marchés que leur stratégie est la bonne et que les accusations des activistes ne sont pas justifiées.

**94.** A côté de cela, il est évident que les actionnaires activistes prennent contact avec les principaux actionnaires de la société (cela ressort de l'interview de Guy Wyser-Pratt précédemment mentionnée) et établissent ainsi des contacts plus privés dans le but de les convaincre de les suivre. Nous verrons plus tard que ce genre de méthode peut cependant être à la frontière de l'abus de marché. Evidemment, il n'existe aucune trace publique de ces discussions entre actionnaires.

**95. La création de fronts communs : de *wolf pack*.** Il s'agit de l'expression employée par Thomas W. Briggs<sup>291</sup>. Il relève que l'environnement réglementaire aux Etats-Unis<sup>292</sup> permet la formation de *wolf pack tactics*<sup>293</sup> contre les sociétés. Au lieu d'agir seuls, les actionnaires activistes vont se structurer pour agir ensemble contre la société en poursuivant le même objectif, appuyés en cela par les agences de conseil en vote. Il est difficile d'obtenir des données chiffrées étant donné que tant que le concert n'est pas retenu et que certains seuils ne sont pas franchis, les fonds n'ont pas à déclarer leurs positions. L'auteur relève cependant que dans le cas d'une campagne activiste contre la société Knight Ridder, le premier *hedge fund*, fût rejoint en moins de quarante huit heures par deux autres fonds, qui effectuèrent des déclarations de franchissement de seuils. Pendant cette période de temps, la part des fonds activistes au capital de la société est passée de 19% à 37%... Cette pratique consistant à ce que plusieurs fonds s'agrègent autour d'un objectif commun est plutôt fréquente. Les fonds réuniront une grande partie du capital de la société et, ensemble, maximiseront leurs chances

---

<sup>289</sup> Comme le même gérant sur la banque HSBC, interview dans le Sunday Times du 25 Novembre 2007 : [http://www.knightvinke.com/includes/documents/2009/2/20071125\\_sundaytimes.html](http://www.knightvinke.com/includes/documents/2009/2/20071125_sundaytimes.html). Lien consulté le 18/02/2012.

<sup>290</sup> Ce fût le cas lorsque Guy Wyser-Pratt s'attaqua au statut en commandite de Lagardère, expliquant ses intentions au site internet du journal l'Expansion : [http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/guy-wyser-pratte-arnaud-lagardere-doit-s-entourer-de-bons-gestionnaires\\_229331.html](http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/guy-wyser-pratte-arnaud-lagardere-doit-s-entourer-de-bons-gestionnaires_229331.html). Lien consulté le 18/02/2012.

<sup>291</sup> Thomas W. Briggs, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An empirical analysis, J. Corp. L., Summer 2007, p. 1589.

<sup>292</sup> Brigg, *Ibid*. Notamment la décision de la Second Circuit Appeal Court dans Hallwood Realty Partners, L.P. v. Gotham Partners L.P de 2002 dans laquelle la Cour a refusé de voir une action de concert alors que plusieurs fonds avaient acheté des titres pendant la même période et se sont entretenus sur leur investissement.

<sup>293</sup> Ce qui peut se traduire par « chasse en meute ».

de réussite. Souvent, de nouveaux fonds rejoindront celui qui a lancé l'attaque en cours de route, après avoir pris soin d'analyser le dossier. Il est assez rare que plusieurs fonds rentrent au capital d'une société en même temps et mènent une politique activiste. Ils s'accumuleront au fur et à mesure. In fine, il se peut qu'une large part du capital de la société soit contrôlée par un ensemble de plusieurs fonds venant totalement paralyser les dirigeants qui ne disposeront d'aucune marge de manœuvre réelle en assemblée générale. Toute une partie du capital de la société sera détenue par des acteurs de court-terme qui ne prêteront que peu d'intérêt aux objectifs de long terme des dirigeants de la société. Par ailleurs si d'autres investisseurs suivent la politique du premier activiste, cela empêchera les dirigeants de la société de se défendre. Ces autres investisseurs peuvent ainsi être les OPCVM et les fonds de pension présents au capital de la société.

#### b. Le rôle des agences de conseil en vote.

**96. La description de ces institutions.** Ces entreprises privées fournissent un service aux investisseurs en analysant les résolutions proposées lors des assemblées générales et recommandant de voter pour ou contre<sup>294</sup>. Tout comme les agences de notation, elles effectuent un travail que devraient effectuer les investisseurs mais qu'ils ont sous-traité<sup>295</sup>. La principale, et la plus influente d'entre elles est ISS (Institutional Shareholder Service). On peut aussi citer Glass Lewis & Co, Egan Jones Proxy Service, Proxy Tell LLC, ... Ces acteurs se sont illustrés dans leur opposition à la mise en place des mesures de défense anti-OPA en recommandant à leurs clients de systématiquement voter contre en assemblée générale. *« Il faut rappeler l'importance croissante dans la détermination du sens du vote des actionnaires des recommandations effectuées par les sociétés de conseil en gouvernance (proxy advisers), telles ISS ou Glass Lewis aux Etats-Unis ou encore Proxinvest en France, généralement hostiles à l'adoption de défense anti-OPA »*<sup>296</sup>. De la même manière, ces agences vont jouer un rôle déterminant en cas de refus des dirigeants de suivre les volontés des activistes. Dans sa recommandation, l'AMF relevait que *"il est cependant avéré que les recommandations de*

---

<sup>294</sup> "Les agences de conseil ont pour principal activité d'analyser les résolutions présentées aux assemblées générales de sociétés cotées afin d'émettre à l'attention de leurs clients, investisseurs institutionnels, des recommandations de vote, positives ou négatives, sur ces résolutions"; Recommandation AMF n°2011-06 sur les agences de conseil en vote.

<sup>295</sup> Laurence Boisseau, Les agences de conseil en vote sous étroite surveillance, Les Echos, 3 janvier 2013

<sup>296</sup> Offres Publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA ; Didier Martin et Nicolas Molfessis ; Les offres publiques d'achat, Droit 360°, Lexis Nexis Litec.

vote diffusées par une ou plusieurs agences peuvent peser sur l'adoption de certaines résolutions en assemblée générale"<sup>297</sup>. Avant d'étudier plus en avant leur rôle dans le cadre particulier de l'activisme actionnarial, il nous paraît important de relever que la situation de ces entreprises pourrait changer, notamment du fait d'une évolution de leur réglementation<sup>298</sup>. Une première proposition<sup>299</sup> émise par le rapport Mansion<sup>300</sup> consistait à demander la séparation entre les activités de conseil en vote et celles de support fournies pour permettre le vote. Cela présentant un risque de conflit d'intérêt trop important. Outre Atlantique, les recommandations portent notamment sur une amélioration de la transparence du fonctionnement de ces entreprises particulièrement en leur demandant de publier leurs analyses de résolution et de s'assurer de la compétence de leur personnel. Il ne s'agit pas de contrôler leur analyse mais de s'assurer qu'elles ne soient pas en situation de conflit d'intérêt d'une part et, d'autre part, que les critères appliqués soient objectifs<sup>301</sup>.

97. Nous relèverons qu'un début de réglementation commence à se mettre en place, notamment avec une recommandation du régulateur<sup>302</sup>. L'AMF articule sa recommandation autour de deux principes cardinaux : la transparence sur les activités de ces agences et une responsabilité de ces dernières. Elle justifie aussi l'émission de cette recommandation par l'influence qu'ont ces agences sur le déroulement des assemblées générales. Tout d'abord, en ce qui concerne *"l'élaboration et la communication de la politique de vote"* le régulateur recommande que les politiques générales de vote soient publiées sur leur site internet. L'AMF souhaite qu'une version consolidée (incluant donc l'ensemble des modifications) de la politique de vote soit publiée en fin d'année. Elle recommande aussi une plus grande transparence sur l'élaboration de la politique de vote. Ensuite, en ce qui concerne *"l'élaboration et la diffusion des recommandations de vote aux investisseurs"*, il est recommandé que les agences disposent des moyens matériels et humains adaptés pour mener ses analyses. Il est crucial que les équipes procédant à ce travail aient le niveau de

---

<sup>297</sup> Recommandation AMF n°2011-06 sur les agences de conseil en vote.

<sup>298</sup> Le Club des Juristes, Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, Avril 2010. Voir aussi : Alexandre Omaggio, Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?, JCP E 2009, n°46, 2065 ; AFEP, Note d'information juillet-août 2009, p.6.

<sup>299</sup> L'AMF s'était cependant déjà préoccupé de cette question : Groupe de travail présidé par Yves Mansion, Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, p.26, 6 septembre 2005.

<sup>300</sup> Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, Groupe de Place présidé par Yves Mansion, Membre du collège de l'Autorité des Marchés Financiers, janvier 2008.

<sup>301</sup> Il semble que la même philosophie soit partagée au niveau européen : Laurence Boisseau, Les agences de conseil en vote sous étroite surveillance, Les Echos, 3 janvier 2013.

<sup>302</sup> Recommandation AMF n°2011-06 sur les agences de conseil en vote ; Didier Martin et Clémence Fallet, Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote, Actes prat., Juillet/Août 2011, p.1.

qualification juridique requis et soient capables de comprendre l'intégralité des tenants et des aboutissants d'une résolution. Les agences doivent chercher à engager "*le dialogue avec les sociétés cotées*" notamment en communiquant le projet de rapport et en insérant les commentaires de la société. Cette avancée est très intéressante en ce qui nous concerne, les actionnaires pouvant faire une analyse critique du conseil de l'agence et se convaincre du bien-fondé de la position de la société. Ce point comporte cependant un talon d'Achille. Le régulateur<sup>303</sup> a choisi le principe du *comply or explain*, l'agence peut ne pas préalablement soumettre son rapport à l'émetteur si elle l'explique dans ledit rapport. On peut légitimement se demander quel risque elle encourt si elle ne fournit qu'une explication peu convaincante. Enfin, l'AMF a émis des recommandations sur "*la prévention des conflits d'intérêts*". Les agences de conseil en vote devront préciser si elles ont des liens d'intérêts avec l'émetteur, les principaux actionnaires ou les actionnaires minoritaires de ce dernier. Dans le cadre de cette étude, ce débat doit être minimisé. Ces recommandations du régulateur étaient souhaitables mais, même avec ce début de réglementation, l'avis fondamental défavorable aux défenses anti-OPA émis par les agences de notation ne changera pas. Il convient surtout de regarder quel est le rôle joué par ces acteurs dans le cadre d'une offensive par des activistes.

**98. Le rôle joué dans le cadre de ces opérations.** Le rôle de ces agences dans les situations qui nous intéressent est loin d'être anodin<sup>304</sup>. Elles adoptent, de manière générale, des recommandations de vote qui sont quasiment toujours favorables aux actionnaires activistes<sup>305</sup>. Ainsi, en 2004, selon l'étude précédemment citée, le Président d'un lobby industriel Américain, a demandé à ce que l'on trouve des alternatives aux analyses d'ISS car il estimait que « *Nous avons tous vu l'augmentation des avis négatifs de la part des proxy advisers existants qui ne cessent de promouvoir des intérêts à court-terme plutôt que l'accroissement de la valeur actionnariale à long terme* »<sup>306</sup>. L'étude relève ainsi qu'en matière de défense anti-OPA ce conseil ne soutient que les mesures de défense les plus limitées, et uniquement si elles sont approuvées en moins d'un an par l'assemblée générale. Tout conseil d'administration de n'importe quelle société ne respectant pas cette vision se verra émettre une recommandation contraire à sa résolution.

---

<sup>303</sup> Didier Martin et Clémence Fallet, Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote, Actes prat., Juillet/Août 2011, p.1

<sup>304</sup> Thomas W. Briggs, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An empirical Analysis, Corp. L., Summer 2007, p. 1589.

<sup>305</sup> Institutional Shareholder Services, ISS 2006 US proxy Voting Guidelines Summary, <http://issproxy.com/pdf/US2006summaryguidelines.pdf>.

<sup>306</sup> Gretchen Morgenson, Pfizer and the proxy adviser, NY Times, 21 Avril 2006.

99. Il ne s'agit pas d'un phénomène marginal, on estime qu'en moyenne 40% des actions d'une société américaine sont détenus par des investisseurs suivant les recommandations de vote d'ISS, ce qui peut donc nettement favoriser le travail d'un actionnaire activiste<sup>307</sup>. L'auteur de l'étude conclut logiquement que « *En résumé, le phénomène ISS a poussé et encouragé l'activisme actionnarial de toutes sortes, incluant notamment l'activisme des hedge funds* ». En effet, « *Obtenir une recommandation favorable de l'ISS est généralement essentiel à une victoire* ». D'autres auteurs relèvent que les *proxy advisers* « *ne peuvent pas être regardés comme une partie neutre* » et que le phénomène de « *fusion entre un activisme agressif de la part des hedge funds et la puissance [de ces institutions] est une formule qui peut renforcer une campagne d'activisme actionnarial* »<sup>308</sup>. Comme le relève l'auteur de l'étude, le phénomène ISS couplé avec une action groupée (les *wolf packs* examinés précédemment) va être extrêmement difficile à contrer, même si certaines entreprises ont résisté. Il a en effet été démontré qu'une recommandation d'une agence peut faire varier le vote d'une résolution d'environ 30%<sup>309</sup>. Les opérations de restructuration de sociétés cotées permettent aux activistes de déployer différentes stratégies activistes selon la situation. Ils reçoivent aussi généralement le soutien d'autres intervenants sur le marché. Pour mettre en place ces stratégies activistes ils utilisent des méthodes spécifiques permettant leur mise en œuvre.

---

<sup>307</sup> Cette donnée provient de la table ronde de la SEC du 22 décembre 2003 intitulée « *Proposed Election Contest Rules* ».

<sup>308</sup> Briggs, *Ibid.* Andrew R. Brownstein & Trevor S. Norwitz, Shareholder Activism in the M&A Contest, M&A Law, Juin 2006.

<sup>309</sup> Laurence Boisseau, Les agences de conseil en vote sous étroite surveillance, Les Echos, 3 janvier 2013.

## **§2. Illustration de l'intervention des fonds activistes dans les offres publiques.**

**100.** Les fonds activistes sont intervenus sur de nombreuses opérations ces dernières années<sup>310</sup>. L'activisme actionnarial transcende largement le cadre restreint des questions de gouvernance des sociétés et ces fonds prennent clairement position dans ces opérations de marché pendant lesquelles se joue le destin de la société. Les fonds activistes sont des actionnaires engagés dans les opérations essentiels pour la vie de la société. Ils ne sont pas de simples spectateurs passifs de l'opération attendant de jouir des revenus financiers que cette dernière va nécessairement générer pour l'ensemble des actionnaires. Leurs actions passées démontrent qu'ils sont parfois les acteurs principaux de ces opérations et décident du destin de la société. On peut même se demander s'ils ne sont pas à l'origine d'une profonde mutation dans le paysage des acteurs boursiers européens. Ces acteurs répondent parfaitement à l'image de l'actionnaire impliqué, prenant presque en main le destin de la société à la faveur d'une opération financière. Ces actionnaires se manifestent de la manière la plus spectaculaire dans le cadre des offres emportant le changement du contrôle de la société. Nous avons retenu certains exemples, tant en matière d'offre publique d'achat que d'offre publique d'échange (A). Ces offres ne sont pas les seules dans lesquelles des actionnaires mènent des campagnes activistes. D'autres sont, comme nous l'avons précédemment étudié, menées dans les offres visant à retirer de la bourse une société qui y était cotée. En matière d'Offre Publique de Retrait (OPR) de nombreux exemples viennent démontrer l'influence que peut avoir une campagne activiste sur l'issue de l'offre. Certaines sociétés sont ainsi restées cotées, malgré la volonté de leurs actionnaires majoritaires. Ces développements permettent de voir que l'activisme dans le cadre des offres publiques est multiple. Les différentes stratégies suivies en fonction de l'offre auront des points communs mais aussi des différences, certaines tendant même à se rapprocher de l'arbitrage financier (B).

---

<sup>310</sup> Icahn, Kerkorian, TCI : des minoritaires de plus en plus influents, Les Echos, 24 avril 2007 ; Nessim Aït-Kacim, Les enfants terribles de l'activisme bouleversent les règles de la gouvernance, Les Echos, 16 avril 2007.

## **A. L'intervention des actionnaires activistes dans les OPA-OPE.**

**101.** Les offres publiques d'achat ou d'échange sont des moments cruciaux au cours desquels ne se joue rien d'autre que le destin de la société. Le déroulement de certaines offres vient montrer que ces actionnaires jouent bien le rôle primordial que nous avons précédemment décrit. Ils vont même être les juges de l'offre. Lors des offres publiques d'achat ou d'échange, les fonds activistes peuvent intervenir en étant créateur de l'offre, c'est-à-dire en favorisant le lancement d'une offre sur la société. Dans cette situation, la campagne activiste aura pour finalité d'obtenir le lancement d'une offre publique sur la société et d'en tirer le meilleur parti pour l'actionnaire. L'activiste vient littéralement bousculer le destin de la société et joue parfaitement le rôle d'un actionnaire impliqué dans la vie sociale et le destin de cette dernière (1). L'alternative est que l'actionnaire ne soit pas à l'origine de l'offre mais ne se pose comme juge de l'offre, c'est-à-dire en étant le principal acteur décidant de son issue. Il ne sera pas à l'origine de l'offre publique mais en sera clairement le principal arbitre, voire l'opposant déterminé (2).

### **1. Les fonds activistes : créateurs d'offres.**

**102.** Les fonds activistes peuvent mener des campagnes visant à provoquer le lancement d'offre publique. Ils seront alors à l'origine même de l'offre comme ce fût le cas avec ABN AMRO (a). Il s'agit incontestablement de la forme d'intervention la plus spectaculaire des actionnaires activistes. Une alternative est une intervention moins abrupte de ces actionnaires. Ces derniers peuvent intervenir pour demander que soit rééquilibrée une opération par une opération plus spécifique, comme ce fût le cas avec GDF Suez. Ils ne sont alors pas à l'origine de l'offre publique mais viennent modifier la substance de cette dernière. Ils sont à l'origine de la version modifiée de l'offre (b). Dans ces deux situations ils représenteront un actionnariat engagé cherchant à obtenir des changements radicaux dans la vie de la société, soit en provoquant une offre visant à prendre le contrôle de cette dernière, soit en modifiant une telle offre.

### a. L'exemple d'ABN AMRO.

**103. Le rôle des actionnaires activistes dans l'offre sur ABN AMRO.** La banque AMB AMRO<sup>311</sup> était une banque Néerlandaise d'envergure mondiale. Elle faisait l'objet de nombreux commentaires et d'analyses sur son niveau de valorisation, jugé faible par rapport à la valeur réelle de la banque<sup>312</sup>. C'est dans ce contexte que le fonds activiste TCI (*The Children's Investment Fund Management*) a envoyé un courrier de contestation aux dirigeants de la société demandant la scission de l'établissement financier<sup>313</sup>. Le titre gagna immédiatement 6.1%. La banque chercha à se défendre contre l'arrivée de ce nouvel acteur<sup>314</sup>, avec l'entrée en scène de plusieurs banques d'affaires<sup>315</sup>, mais aussi d'autres *hedge funds*<sup>316</sup> dont Atticus. La banque disposait d'un mois pour trouver une parade avant de devoir arrêter l'ordre du jour de son assemblée. Cependant, « *en engageant un bras de fer avec la direction d'ABN AMRO, le fonds activiste TCI a ouvert la boîte de Pandore* », celle-ci se traduisant par une proposition de Barclays de jouer les chevaliers blancs<sup>317</sup>. BBVA, Royal Bank of Scotland, BNP Paribas et ING regardant aussi le dossier<sup>318</sup>. Les deux banques commencèrent ensuite à discuter d'une éventuelle fusion<sup>319</sup>. ABN AMRO apparaissait affaiblie à l'époque<sup>320</sup> et le fonds Londonien surveillait que le projet de fusion n'empêche pas une nouvelle offre d'être initiée<sup>321</sup>. Les dirigeants s'opposèrent ensuite aux fonds et cherchèrent une alternative à la fusion avec Barclays<sup>322</sup>. Un consortium composé de Royal Bank of Scotland, Fortis et Santander envoya alors une lettre aux dirigeants de la banque pour leur proposer un rachat de

---

<sup>311</sup> Telle qu'elle était avant l'offre.

<sup>312</sup> Solveig Godeluck, Philippe Escande, Les pirates du capitalisme : comment les fonds d'investissement bousculent les marchés, Albin Michel.

<sup>313</sup> Le fonds activiste TCI demande une scission du groupe ABN AMRO, Les Echos, 22 février 2007. Il remet en cause la stratégie des dirigeants de la société, notamment un récent rachat. La banque se montra sereine au départ, elle indiqua : « *Nous n'avons pas encore reçu de lettre officielle de TCI, mais nous connaissons son contenu. Nos actionnaires nous soumettent en permanence de nombreuses idées que nous traitons toujours avec attention et respect. Ces suggestions feront l'objet du même traitement* ».

<sup>314</sup> Didier Burg, ABN Amro en quête d'une stratégie pour contrer le fonds TCI, Les Echos, 5 mars 2007.

<sup>315</sup> Rothschild, Lehman Brothers, Morgan Stanley et UBS.

<sup>316</sup> Notamment Algebra et Tosca. Télégrammes, Les Echos, 7 mars 2007.

<sup>317</sup> Bal de prétendants autour d'ABN AMRO, Les Echos, 19 mars 2007.

<sup>318</sup> ABN AMRO : Barclays serait prêt à jouer les chevaliers blancs, Les Echos, 19 mars 2007.

<sup>319</sup> Elsa Conesa, Barclays et ABN AMRO discutent d'une fusion à 120 milliards d'euros, Les Echos, 20 mars 2007.

<sup>320</sup> Didier Burg, En dépit d'efforts répétés, la banque Néerlandaise ne parvient pas à sortir de l'ornière, Les Echos, 20 mars 2007.

<sup>321</sup> Isabelle Chaperon et Didier Burg, ABN AMRO et Barclays discutent de leur fusion sous l'œil vigilant des marchés, Les Echos, 21 mars 2007. Le fonds communiqua que : « *Nous espérons que l'exclusivité accordée à Barclays n'empêchera pas le conseil d'administration de considérer les offres émanant d'institutions crédibles afin de générer le meilleur retour pour les actionnaires* ».

<sup>322</sup> Didier Burg, ABN AMRO cherche une alternative à une fusion avec Barclays, Les Echos, 29 mars 2007.

la société<sup>323</sup> entraînant une poursuite des négociations avec Barclays<sup>324</sup>. A cette période, la Banque centrale Néerlandaise s'inquiéta des « *risques accrus* » présentés par l'offre du consortium<sup>325</sup>. Cependant, TCI, rejoint par d'autres actionnaires minoritaires, vint critiquer la fusion avec Barclays ainsi que la vente de la banque La Salle (vente considérée comme étant une mesure de défense)<sup>326</sup>. A ce moment là, une bataille boursière se mit en place entre le consortium qui avait pour objectif de se partager l'entreprise<sup>327</sup> et la fusion globale proposée par Barclays<sup>328</sup>, soutenue par les dirigeants de la banque. Cette fusion avec Barclays nécessitait la vente de la filiale La Salle. Lorsque la justice néerlandaise demanda aux dirigeants de soumettre cette vente aux actionnaires, la voie semblait dès lors libre pour le consortium<sup>329</sup>. Relevons qu'une association d'actionnaires minoritaires, agissant avec TCI, était à l'origine de l'action. Il est très intéressant de noter que Atticus, qui avait ramassé 1% du capital de Barclays, s'opposa alors à l'offre de la banque britannique (la jugeant trop dangereuse)... s'opposant par la même à TCI, favorable à ce que les enchères puissent monter<sup>330</sup>. Atticus menaça ensuite de monter au capital de Barclays pour s'opposer à l'offre, tout en ayant des contacts avec les dirigeants britanniques<sup>331</sup>. La bataille boursière s'acheva avec la victoire du consortium<sup>332</sup>.

**104. Enseignements.** Tout d'abord, cette offre a eu de nombreuses conséquences dans le paysage financier européen<sup>333</sup> en ouvrant la voie au démantèlement de grands établissements financiers. En ce qui concerne l'activisme actionnarial, la première conclusion est flagrante : « *En prenant 1% environ du capital d'ABN AMRO, soit une mise inférieure à 500 millions d'euros, TCI a déclenché la troisième plus grande OPA de l'histoire* »<sup>334</sup>. L'actionnaire activiste a ainsi créé, quasiment à lui tout seul, une offre à un niveau de

---

<sup>323</sup> La bataille autour d'ABN AMRO rebondit, Les Echos, 16 avril 2007.

<sup>324</sup> Didier Burg, Sous pression, ABN AMRO et Barclays prolongent leurs discussions jusqu'à vendredi, Les Echos, 18 avril 2007.

<sup>325</sup> Didier Burg, Amsterdam critique l'offre du consortium bancaire sur ABN AMRO, Les Echos, 19 avril 2007.

<sup>326</sup> Les petits porteurs joignent leurs voix à celle de TCI, Les Echos, 24 avril 2007.

<sup>327</sup> Isabelle Chaperon, Le consortium mené par TBS prêt à offrir 72 milliards d'euros pour emporter ABN AMRO, Les Echos, 26 avril 2007.

<sup>328</sup> Didier Burg, ABN AMRO défend bec et ongles son projet de fusion avec Barclays, Les Echos, 27 avril 2007.

<sup>329</sup> ABN AMRO : la justice gèle la vente de La Salle à Bank of America, Les Echos, 4 mai 2007 et Didier Burg, Contrôle d'ABN AMRO : le consortium bancaire prêt à se lancer, Les Echos, 29 mai 2007. Voir aussi : Didier Martin et Nicolas Molfessis, Les mesures de défense anti-OPA in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, Lexis Nexis Litec.

<sup>330</sup> Isabelle Chaperon, La Bourse tempère l'enthousiasme de Barclays pour ABN AMRO, Les Echos, 12 juin 2007.

<sup>331</sup> ABN AMRO : Atticus Capital satisfait de ses nouveaux contacts avec Barclays, Les Echos.

<sup>332</sup> Guillaume Maujean, La bataille pour le contrôle d'ABN AMRO s'achève sur la probable victoire du consortium, Les Echos, 4 octobre 2007.

<sup>333</sup> François Vidal, ABN AMRO : la leçon d'une chute, Les Echos, 10 Octobre 2007.

<sup>334</sup> François Vidal, ABN AMRO : la leçon d'une chute, Les Echos, 10 Octobre 2007.

valorisation extrêmement élevé et a quasiment décidé de son issue en surveillant en permanence les dirigeants. Si la fusion avec Barclays avait abouti, cela aurait donné lieu à la plus grosse fusion bancaire de l'histoire.

**105.** D'autres points sont très intéressants. TCI, nous l'avons vu, a parfaitement choisi son agenda en envoyant sa lettre un mois avant l'assemblée générale, laissant ainsi peu de temps aux dirigeants pour préparer leur défense. Ensuite, le fonds fût rejoint par d'autres fonds comme Atticus, constituant ainsi un *wolf pack*. Il est aussi intéressant de remarquer que les minoritaires rejoignirent la campagne activiste menée par les *hedge funds*. Les fonds activistes n'agissent donc pas seuls. Cependant, comme cela a été constaté sur la fin de l'OPA, des divergences stratégiques peuvent aussi apparaître entre les différents protagonistes de la campagne activiste. Atticus était opposé à une fusion avec Barclays alors que TCI y voyait un moyen de faire monter les enchères. Il est intéressant de noter que cette offre entraîna une vague d'activisme envers les grandes institutions financières européennes<sup>335</sup>. Enfin, pour conclure, sur cette offre, notons que l'action de TCI a été indirectement à l'origine de grandes difficultés pour les banques du consortium. Suite à cette offre, les banques ont dû gérer la crise des *subprimes*. Sur les trois banques du consortium, seule Santander n'a ni été nationalisée<sup>336</sup> ni vendue à un concurrent<sup>337</sup>.

#### b. L'exemple de GDF-Suez<sup>338</sup>

**106. La fusion GDF-Suez.** Le cas ABN AMRO est probablement celui dans lequel l'action d'un fonds activiste a été la plus frappante ces dernières années. Il nous semble qu'il est l'exemple parfait du rôle d'un actionnaire activiste dans une offre publique ; tant TCI a à

---

<sup>335</sup> Les groupes financiers soumis à l'activisme, Les Echos, 16 novembre 2007 ; Guillaume Maujean, Les assureurs deviennent à leur tour la cible des fonds activistes, Les Echos, 26 octobre 2007 ; Isabelle Chaperon, Après ABN AMRO, le britannique HSBC ciblé à son tour par un fonds activiste, Les Echos, 10 septembre 2007.

<sup>336</sup> <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9445618/Cabinet-discusses-full-nationalisation-of-RBS.html>. Lien consulté le 6 octobre 2012.

<sup>337</sup> BNP Paribas racheta Fortis étant donné que cette dernière ne pouvait plus se financer sur le marché interbancaire : <http://www.lefigaro.fr/societes/2008/10/06/04015-20081006ARTFIG00254-bnp-paribas-s-empare-de-fortis-.php>. Lien consulté le 6 octobre 2012.

<sup>338</sup> Le récit de l'offre et de l'action du fonds Knight Vinke a été parfaitement réalisé par Carine Girard et Stephen Gates, The professionalization of shareholder activism in France, Director Notes, The Conference Board, Février 2011, Volume 3, n°4. Une autre étude de cas réalisée par les mêmes auteurs porte sur la société Atos Origine qui eût maille à partir avec deux fonds activistes. Nous ne développerons pas ce cas étant donné qu'il s'agissait d'une campagne activiste en vue de modifier les règles de corporate governance et non de créer ou d'influencer le destin d'une offre.

la fois créé puis arbitré l'offre, et donc le destin de la société. Il n'est néanmoins pas unique. De nombreux cas existent, notamment outre Atlantique<sup>339</sup>. Nous allons étudier un autre cas en Europe, dans lequel le fonds activiste a joué un rôle différent, mais néanmoins extrêmement important pour la société en question. GDF et Suez étaient deux entreprises dont le rapprochement faisait industriellement sens malgré deux histoires très différentes<sup>340</sup>. L'une était un ancien monopole public fraîchement privatisé<sup>341</sup>. L'autre fût constituée pour exploiter le Canal de Suez (la Compagnie de Suez), puis devint un holding détenant des participations financières, subit une nationalisation et changea de stratégie pour devenir un acteur majeur de l'énergie en Europe. Suez fût l'objet de rumeurs d'OPA de la part de l'Italien EMI<sup>342</sup>. Au nom du « patriotisme économique »<sup>343</sup>, le gouvernement de l'époque annonça que GDF jouerait les chevaliers blancs en fusionnant avec Suez. Le 3 septembre 2006, les deux entreprises annoncèrent un accord en vue d'une fusion « *entre égaux* » par l'absorption de Suez par GDF<sup>344</sup>. La parité d'échange était de 21 actions Gaz de France pour 22 actions Suez. Le Parlement approuva la fusion en septembre 2006 mais le Conseil Constitutionnel jugea que la fusion ne pourrait prendre effet avant le 1<sup>er</sup> Juillet 2007<sup>345</sup>.

**107.** C'est à ce moment que le fonds Knight Vinke se fit connaître<sup>346</sup>. Son action n'avait pas pour objectif d'encourager ou de s'opposer à la fusion, il demandait, par la voie d'une campagne de presse, une introduction en bourse de Suez Environnement, filiale de Suez spécialisée dans les services environnementaux. Il fût rejoint par l'association de défense des actionnaires minoritaires, ADAM. Par la suite, cet activiste critiqua aussi la parité d'échange retenue en demandant à ce que soit versé un dividende exceptionnel pour compenser la sous-valorisation de Suez<sup>347</sup>. Devant l'absence de réaction des dirigeants, le fonds activiste haussa

---

<sup>339</sup> Marcel Kahan and Edward Rock, Hedge funds in corporate governance and corporate control, U. Pa. L. Rev., Mai 2007, 155, n°5

<sup>340</sup> Sur la fusion, voir « La fusion GDF Suez est lancée » : <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-07-16/la-fusion-gdf-suez-est-lancee/916/0/260631>.

<sup>341</sup> Loi n°2004-803 du 9 août 2004 relative au service public de l'électricité et du gaz et aux entreprises électriques et gazières. Le gouvernement pris l'engagement, à l'époque, de ne pas descendre en dessous de 70% du capital.

<sup>342</sup> Charles-Emmanuel Haquet, L'AMF tient les rumeurs d'OPA à l'œil, L'expansion, le 1<sup>er</sup> février 2007.

<sup>343</sup> Plaidoyer de Dominique de Villepin en faveur d'un « *patriotisme économique* », Le Monde, 27 juillet 2005.

<sup>344</sup> Article de l'Expansion : [http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/suez-gdf-l-impossible-fusion-entre-egaux\\_122621.html](http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/suez-gdf-l-impossible-fusion-entre-egaux_122621.html). Lien consulté le 06 octobre 2012.

<sup>345</sup> Le Conseil Constitutionnel repousse la fusion GDF Suez, l'Agefi, 1<sup>er</sup> décembre 2006.

<sup>346</sup> Le site du groupe peut être consulté sur <http://www.knightvinke.com/>. D'après les auteurs Knight Vinke est un fonds activiste. Il achète généralement autour de 1% du capital de grandes sociétés européennes dans le but de mener une campagne activiste. Il a plus de 1.5 milliards de dollars sous gestion et a des clients tel que le fonds de pension Américain CalPERS.

<sup>347</sup> Les auteurs relèvent ainsi que le fonds agissait probablement en accord avec Albert Frère, principal actionnaire de Suez, qui avait des attentes similaires.

le ton en demandant publiquement<sup>348</sup> à ce que la fusion soit suspendue. Il indiqua à cette occasion que 18 autres investisseurs institutionnels y étaient opposés. Par la suite, des rumeurs de marché suspectèrent François Pinault de préparer une offre sur Suez entraînant une flambée du cours de l'action. En Janvier 2007, le Président de la République prit publiquement position en faveur du projet de fusion et Albert Frère, actionnaire majoritaire de Suez, monta jusqu'à 9.5% du capital de la société. A l'issue de cette bataille le fonds Knight Vinke vendit ses actions en réalisant une confortable plus-value. La fusion eut finalement lieu mais après l'introduction en Bourse de la filiale Suez Environnement et suite à une révision des parités de fusion. Elle fût effective le 22 juillet 2008<sup>349</sup>.

**108. Enseignements.** Deux enseignements majeurs peuvent, selon nous, être tirés de ce cas. Tout d'abord, il s'agissait d'une opération purement amicale voulue par les deux parties. Cela vient confirmer le fait que les fonds activistes n'interviennent pas uniquement dans les offres hostiles. Ensuite, et, nécessairement, le fonds activiste ne fût pas à l'origine de l'offre. Il s'intéressa à la société car celle-ci faisait l'objet d'une offre publique d'échange mais ne prit pas une participation au capital pour créer cette dernière. Ces différences sont majeures par rapport à l'offre sur ABN AMRO et prouvent la capacité des fonds activistes à s'intéresser à des situations extrêmement différentes. Ensuite, les revendications du fonds activiste portaient sur la structuration de la fusion. Il ne cherchait donc pas à s'opposer à une offre qui aurait été stratégiquement inopportune. Ses demandes visaient au contraire à s'assurer que les actionnaires de Suez ne subissent pas les conséquences négatives de la volonté d'une « *fusion entre égaux* ». C'est pourquoi le fonds activiste s'opposa à la parité d'échange retenue et demanda l'introduction en bourse de Suez Environnement, ce qu'il obtint. On peut donc conclure que ce cas d'activisme actionnarial en matière d'offre publique peut aussi porter sur des aspects de structuration de l'offre et non sur l'opportunité de la fusion en elle-même.

**109.** Ce cas nous permet aussi de vérifier la tactique du *wolf pack*, même si on ne relève pas l'intervention d'un autre fonds on notera avec intérêt les prises de position de l'ADAM et d'autres investisseurs institutionnels. Il s'agit d'ailleurs d'une similitude avec l'opération sur ABN AMRO. Une autre similitude entre les deux opérations est l'utilisation de la presse. Le fonds a en effet utilisé de grands organes de presse nationaux pour véhiculer ses

---

<sup>348</sup> Via une lettre ouverte publiée dans Le Figaro le 22 décembre 2006.

<sup>349</sup> On peut se reporter à la documentation sur la fusion sur le site corporate de GDF Suez, <http://www.gdfsuez.com/actionnaires/guide-de-lactionnaire/fusion-gdf-suez/>. Lien consulté le 6 novembre 2012.

idées. Nous soulignerons enfin une limite à l'étude de ce cas et à la réussite finale de la fusion. Le fait que GDF soit une entreprise détenue majoritairement par l'Etat, ce dernier favorable à la fusion, et que ce projet ait été soutenu politiquement a certainement été l'élément qui a permis à la fusion de réussir et dissuader une contre-offre. Il n'est ainsi pas possible de savoir qu'elle aurait été l'issue de l'opération sans cette solide présence au capital de l'une des sociétés partie à la fusion.

## **2. Les fonds activistes : juges de l'offre.**

**110.** Les fonds activistes vont se poser en juges de l'offre en s'opposant à un projet d'offre qui ne ferait pas sens stratégiquement ou financièrement. Ils vont là aussi jouer le rôle d'actionnaires s'engageant pleinement dans la vie de la société en s'opposant à un projet de changement de contrôle (a). L'activisme n'est pas uniquement synonyme d'opposition avec une offre ou un projet d'offre. Il peut aussi très bien consister à favoriser la réalisation d'une offre si ces actionnaires sont d'accord avec les termes de cette dernière (b).

### **a. L'exemple Deutsche-Borse et du LSE.**

**111. La tentative d'offre de Deutsche Börse sur le London Stock Exchange.** Les fonds activistes peuvent être créateurs d'offres ou même arbitres de leur structuration. La concentration des bourses européennes, commencée en 2005, donne un parfait exemple des fonds activistes décidant du destin d'une offre ou d'un projet d'offre. En 2005, le paysage boursier européen était principalement composé d'Euronext, alliance européenne regroupant notamment Paris et Amsterdam, Deutsche Börse, avec la Bourse de Frankfurt, et le London Stock Exchange, avec la Bourse de Londres. De l'autre côté de l'Atlantique, les principaux opérateurs sont le NYSE (New-York Stock Exchange) et le NASDAQ. En 2005, Deutsche Börse entama le processus de consolidation du secteur en annonçant un projet d'offre<sup>350</sup> sur le LSE pour 1.95 milliard d'euros. Dès le début, TCI (le même fonds qui agira ensuite sur ABN AMRO) émit des critiques contre le projet d'offre (qu'il jugeait destructeur de valeur) et

---

<sup>350</sup> Les opérateurs boursiers sont en effet des sociétés cotées sur leur propre marché.

demanda à ce qu'il soit approuvé par les actionnaires<sup>351</sup>, bien que le droit allemand n'oblige pas la société à solliciter une telle autorisation pour une offre avec une contrepartie en espèces. Avec une participation de 5% au capital de Deutsche Börse, le fonds demanda une tenue rapide d'une assemblée générale extraordinaire<sup>352</sup> estimant que le projet devait être abandonné au profit d'une rétribution exceptionnelle des actionnaires. Euronext se tenait alors en embuscade, prêt à lancer une offre sur son concurrent londonien. Le conseil de surveillance apporta son soutien aux dirigeants de Deutsche Börse pour leur projet d'offre sur le LSE et accusa réception des demandes de TCI<sup>353</sup>. A cette époque, TCI détenait aussi 4% du capital d'Euronext mais avait de meilleures relations avec sa direction, cette dernière ayant opté précédemment pour un rachat d'actions. A ce moment, d'autres fonds activistes rejoignirent TCI au capital de Deutsche Börse et émirent aussi des doutes sur le projet d'offre<sup>354</sup>. Au même moment, des voix s'élevèrent à Londres pour poser la question de la compatibilité du projet de Deutsche Börse avec les exigences de concurrence européenne<sup>355</sup>. Les dirigeants de Deutsche Börse accélérèrent alors leur projet d'offre, notamment pour prendre de court Euronext et l'obliger à sortir du bois<sup>356</sup>. On trouve aussi à cette période, la trace d'un autre activiste, l'allemand Deka, preuve que l'avancée du projet attirait les fonds activistes. Ces derniers obtinrent alors à l'époque qu'un vote de défiance soit organisé contre le conseil de surveillance de Deutsche Börse lors de la prochaine assemblée générale, ceci équivalant à un référendum sur le projet de rapprochement avec le LSE<sup>357</sup>. Le marché restait neutre quant à l'évolution des projets d'offres alors que les actionnaires de Deutsche Börse se déclarant récalcitrants au projet de fusion avec le LSE représentaient 35% de son capital<sup>358</sup>. Les fonds activistes montèrent alors au créneau pour faire prévaloir leurs vues, Atticus ayant rejoint TCI aux alentours de 5% du capital<sup>359</sup>, faisant dire aux dirigeants de l'opérateur allemand que « *Les actionnaires du LSE sont le groupe le plus simple* » et qu'il lui faut encore « *convaincre* »

---

<sup>351</sup> Deutsche Börse peaufine son offre sur le LSE, Les Echos, 17 janvier 2005.

<sup>352</sup> Stéphane Le Page et Thibaut Madelin, Deutsche Börse s'apprête à formaliser son offre sur le LSE, Les Echos, 17 janvier 2005.

<sup>353</sup> Christèle Fradin, LSE : Deutsche Börse soutenu par son conseil de surveillance, Les Echos, 18 janvier 2005.

<sup>354</sup> Ces fonds étaient Atticus Capital, Union Investment et Harris Associates. Le porte parole de l'un de ces fonds estima s'inquiéta d'un « *coût d'acquisition du LSE supérieur au retour sur investissement, d'autant que Deutsche Börse promet déjà aux utilisateurs du LSE des réductions de tarifs sur les transactions* » et indiqua aussi que « *Nous privilégions une solution raisonnable sur le plan commercial. S'il n'est pas possible d'y parvenir, nous souhaiterons que les réserves de trésoreries soient réservées aux actionnaires* ».

<sup>355</sup> L'ex-président du LSE préconise de soumettre le dossier à Bruxelles, Les Echos, 19 janvier 2005.

<sup>356</sup> Thibaut Madelin, Deutsche Börse prêt à lancer cette semaine l'offensive sur le LSE, Les Echos, 24 janvier 2005.

<sup>357</sup> Deutsche Börse prêt à concéder à ses actionnaires un vote de défiance, Les Echos, 1<sup>er</sup> février 2005.

<sup>358</sup> Bataille pour le LSE : le marché préfère rester neutre, Les Echos, 22 février 2005.

<sup>359</sup> Et prenant une position similaire : « *Nous suspicions que la construction d'empire est derrière l'intérêt du management pour le LSE... et mettons en question l'indépendance du conseil de surveillance* ».

ses actionnaires que cette transaction sera plus bénéfique sur trois ans que si nous leur reversions notre cash »<sup>360</sup>. Ils furent immédiatement rejoints par un acteur majeur de la gestion d'actifs Fidelity<sup>361</sup>, d'autres *hedge funds* montant au capital<sup>362</sup>. C'est probablement à ce moment que Chris Hohn, gérant de TCI, a indiqué aux dirigeants de Deutsche Börse qu'il était tellement soutenu qu'il pouvait « amener Donald Duck au conseil de surveillance »<sup>363</sup>.

**112.** Ce fût aussi sans doute le point de basculement du projet d'offre. Deutsche Börse tenta de se protéger contre une contestation de l'un de ses actionnaires, alors qu'une grande banque d'investissement américaine s'opposait également au projet de rapprochement<sup>364</sup>, et que des rumeurs de remplacement du patron de la bourse allemande commençaient à surgir<sup>365</sup>. Les dirigeants allemands reconnurent finalement que les actionnaires opposés au projet étaient majoritaires et refusèrent d'initier une offre sur le LSE<sup>366</sup>. Les opposants avaient probablement dépassés les 50% du capital et avaient été rejoints par des actionnaires qui apparaissaient alors comme modérés. Les dirigeants et le conseil de surveillance commencèrent alors à travailler sur de nouvelles « options stratégiques »<sup>367</sup> et tentèrent de neutraliser la fronde<sup>368</sup> menée par TCI qui voulait remplacer le conseil de surveillance<sup>369</sup>. La société lança ensuite un programme de rachat d'actions, conformément aux vœux initiaux de TCI<sup>370</sup>, devant être accompagné d'une distribution de dividendes et de la création d'un comité d'actionnaires. La bataille ne s'arrêta cependant pas là, le fonds TCI cherchant alors à remplacer les dirigeants en place<sup>371</sup>, entraînant une timide intervention du régulateur allemand<sup>372</sup>. Malgré la mise en place d'un comité pour dialoguer avec les actionnaires<sup>373</sup>, ces

---

<sup>360</sup> Thibaut Madelin, Le climat se tend entre Deutsche Börse et ses actionnaires, Les Echos 23 février 2005.

<sup>361</sup> Fidelity s'oppose à son tour à l'offre sur le LSE de Deutsche Börse, Les Echos, 25 février 2005.

<sup>362</sup> Thibaut Madelin, Les fonds d'investissement montent en force au capital, Les Echos, 1<sup>er</sup> mars 2005.

<sup>363</sup> Thibaut Madelin, Werner Seifert tire la sonnette d'alarme sur les « hedge funds », Les Echos, 4 avril 2006.

<sup>364</sup> Il s'agissait de Merrill Lynch, aussi banquier conseil du LSE.

<sup>365</sup> Thibaut Madelin, Deutsche Börse veut éviter une injonction de ses actionnaires, Les Echos, 1<sup>er</sup> mars 2005.

<sup>366</sup> Patrick Jenkins, Deutsche Börse décide de retirer son offre informelle sur le London Stock Exchange, Les Echos, 7 mars 2005.

<sup>367</sup> Thibaut Madelin, London Stock Exchange : Deutsche Börse veut appliquer ses «options stratégiques », Les Echos, 17 mars 2005.

<sup>368</sup> Les dirigeants envoyèrent une lettre ouverte à TCI indiquant que « *Votre projet de modification immédiate de la composition du conseil ressemble à un changement pour le changement plus qu'à un changement pour satisfaire un objet spécifique (...). Nous pensons que le temps est venu de mettre un terme à ce drame et espérons que TCI acceptera de nous rejoindre dans la recherche du meilleur pour la société, ses actionnaires, ses clients et ses employés* ».

<sup>369</sup> LSE : Deutsche Börse enjoint TCI de lui apporter son soutien, Les Echos, 8 avril 2005.

<sup>370</sup> Marina Alcaraz, Deutsche Börse lance son programme de rachat d'actions, Les Echos, 13 avril 2005.

<sup>371</sup> Deutsche Börse : les fonds actionnaires dans le collimateur du régulateur, Les Echos, 18 avril 2005.

<sup>372</sup> Thibaut Madelin, Le ton monte entre Deutsche Börse et le fonds TCI, Les Echos, 20 avril 2005.

<sup>373</sup> Deutsche Börse met en place un comité pour dialoguer, Les Echos, 21 avril 2005.

derniers continuèrent à contester les dirigeants<sup>374</sup>. La victoire fût totale pour les fonds activistes avec la démission du dirigeant contesté<sup>375</sup>, ils poussèrent leur avantage en influençant fortement la composition de la nouvelle direction<sup>376</sup>. Les « sauterelles » avaient empêché l'offre et remplacé les dirigeants de la société<sup>377</sup>.

**113. Enseignements.** Cet épisode démontre avant tout la puissance de TCI, fonds affichant une vocation philanthropique<sup>378</sup>. Il est surtout un parfait exemple de la stratégie de blocage d'une offre avec une prise de participation du côté de l'initiateur de celle-ci. Le fonds n'a ni créé, ni modifié la structuration de l'offre, mais a tout simplement empêché le lancement de cette dernière, la jugeant inopportune. Il illustre aussi les situations de conflits d'intérêts dans lesquels peuvent se retrouver ces fonds<sup>379</sup>. En l'espèce Atticus avait pris des participations dans les deux opérateurs boursiers menaçant le LSE, Deutsche Börse et Euronext. Ce type de situation peut conduire à des conflits d'intérêts étant donné que les deux entreprises auront des intérêts opposés, cependant une seule pourra réussir à mettre la main sur son concurrent. On peut dès lors redouter que le fonds empêche l'une des deux sociétés de mener à bien son projet stratégique pour favoriser l'autre, et ce uniquement pour des raisons financières. Cela ne s'est pas vérifié dans le cas étudié, mais les études précédemment citées attestent d'exemples de ce genre.

**114.** Ce cas permet aussi de vérifier deux constantes : le regroupement de plusieurs autres actionnaires, aux profils divers, autour des principaux actionnaires activistes et l'utilisation des moyens de communication à destination du grand public ou du public spécialisé pour expliquer leur stratégie. Ce cas présente cependant deux particularités très

---

<sup>374</sup> Thibaut Madelin, Deutsche Börse : la rébellion ne s'apaise pas avant la réunion du conseil de surveillance, Les Echos, 9 mai 2005.

<sup>375</sup> Philippe Guillaume, Le paysage boursier européen perd son « Rambo », Les Echos, 10 mai 2005 ; Les investisseurs prennent le pouvoir, Les Echos, 11 mai 2005.

<sup>376</sup> Patrice Drouin, Deutsche Börse sous l'emprise de TCI, Les Echos, 11 mai 2005 ; Thibaut Madelin et Meike Schreiber, Deutsche Börse promet le ciel à ses actionnaires, Les Echos, 26 mai 2005.

<sup>377</sup> Thibaut Madelin, Werner Seifert tire la sonnette d'alarme sur les « hedge funds », Les Echos, 4 avril 2006. L'ancien dirigeant de la bourse allemande a en effet fortement critiqué l'attitude des hedge funds dans un livre, les comparant à une « invasion de sauterelles » : « Grâce à sa récente loi sur l'essor des marchés de capitaux, le marché financier allemand n'a pas à rougir face à d'autres places internationales, mais je crois que nous avons été un peu naïfs (...). Nous aurions dû développer des sanctions (...) pour ceux qui dépassent les frontières ».

<sup>378</sup> Les troubles fêtes de la consolidation, Les Echos, 11 mai 2005. Le fonds s'engage ainsi à reverser une partie des gains réalisés à une fondation pour l'enfance qu'il contrôle. Cela doit être nuancé, Solveig Dodeluck et Philippe Escande relevant dans Les pirates du capitalisme : comment les fonds d'investissement bousculent les marchés (Albin Michel) que le fonds n'avait pas encore trouvé de projet à financer et que la fondation réinvestissait donc l'argent récolté dans le fonds...

<sup>379</sup> Marcel Kahan and Edward Rock, Hedge funds in corporate governance and corporate control, U. Pa. L. Rev., Mai 2007, 155, n°5, p 1066.

intéressantes et intimement liées selon nous. La première est l'absence quasi-totale de communication des dirigeants avec les fonds activistes, du moins jusqu'à ce que la menace soit dangereuse pour le projet de rapprochement. La seconde est la politique jusqu'au boutiste des fonds activistes. Ces derniers ne se sont en effet pas arrêtés à l'échec de l'offre mais ont poursuivi leur offensive jusqu'à obtenir la démission du dirigeant. Nous ne pouvons affirmer avec certitude que les deux cas soient liés mais il est probable qu'il en aurait été autrement si la société s'était engagée dans un dialogue avec ces fonds activistes dès leurs premières communications. Relevons enfin que cette campagne activiste a amené l'Allemagne à abaisser le seuil de déclaration de franchissement de 5% à 3%<sup>380</sup>. Le fonds TCI a continué à appliquer cette stratégie, notamment en critiquant récemment la stratégie de croissance externe de Safran<sup>381</sup>.

#### b. La suite : l'exemple Euronext et NYSE.

**115. La fusion entre NYSE et Euronext.** Nous avons choisi d'étudier cette opération étant donné qu'elle est en partie la conséquence de l'échec de l'opération précédente et que les fonds y ont joué un rôle différent. Nous avons vu que le paysage boursier européen était à l'époque en pleine recomposition et qu'Euronext avait étudié de très près le dépôt d'une offre sur le LSE avant de finalement y renoncer. Un fonds activiste demanda ainsi à la direction d'Euronext d'étudier un rapprochement avec Deutsche Börse<sup>382</sup>. La direction n'était pas hostile<sup>383</sup> et TCI, toujours actionnaire d'Euronext, non plus. Le P-DG d'Euronext lança alors l'étude d'une solution alternative avec l'opérateur de la bourse New-Yorkaise, le NYSE<sup>384</sup> étant donné que les discussions avec Deutsche Börse s'enlisaient et que la direction ne voulait pas se laisser dicter sa stratégie par les *hedge funds*<sup>385</sup>. Surtout, les synergies étaient les

---

<sup>380</sup> Patrice Drouin, Berlin va durcir sa politique à l'encontre des « hedge funds », Les Echos, 4 mai 2006.

<sup>381</sup> Bruno de Roulhac, Le fonds activiste TCI fustige la stratégie d'acquisitions de Safran, L'AGEFI, 11 octobre 2012.

<sup>382</sup> Les fonds mettent la pression sur Euronext pour une fusion avec Deutsche Börse, Les Echos, 5 avril 2006. Le fonds en question, Winchfield Holdings NV, demanda à ce que les actionnaires, réunis en assemblée générale, se prononce sur une résolution visant « une discussion sur le principe qu'une fusion entre Deutsche Börse et Euronext NV est dans le meilleur intérêt de tous les actionnaires d'Euronext ».

<sup>383</sup> Elle avait indiqué qu'elle « informera ses actionnaires de toutes les options disponibles et, dans la mesure du possible, leur soumettra une recommandation sur la voie pouvant être envisagée ».

<sup>384</sup> « Euronext confirme que ses échanges avec plusieurs acteurs du secteur progressent rapidement en vue d'une transaction stratégique de grande ampleur ».

<sup>385</sup> Isabelle Chaperon et Philippe Guillaume, Euronext et le New-York Stock Exchange mènent des négociations au pas de course, Les Echos, 19 mai 2006.

mêmes que celles qui auraient été réalisées dans le cadre du projet de rapprochement avec Deutsche Börse. Enfin, un rapprochement avec le LSE était définitivement empêché par l'irruption du NASDAQ à son capital. Aussi, le fonds Atticus se désolidarisa de TCI et s'estima ouvert aux deux projets de rapprochement<sup>386</sup>. Ce fonds s'érigea alors en arbitre de la consolidation boursière mondiale avec 6% du capital du NYSE, 9% d'Euronext et 5% de celui de Deutsche Börse. Le fonds s'érigea alors en allié des dirigeants d'Euronext en disant, dans un communiqué « *applaudir M.Hessels et M. Théodore [dirigeants d'Euronext] dans leurs démarches d'exploration attentive de toutes les opportunités* » en estimant qu'ils « *tentent sincèrement de créer de la valeur pour les actionnaires en travaillant dans la direction de la finalisation d'une opération* ». La conclusion est limpide : « *Nous soutenons le conseil d'administration d'Euronext ainsi que l'appréciation de son management sur l'offre qui est la plus profitable pour les actionnaires* ». Ce soutien permit le rapprochement des deux opérateurs boursiers et donna naissance à NYSE-Euronext, regroupant les bourses de New-York, Paris, Amsterdam et les autres membres d'Euronext. Ce groupe fusionna avec un autre opérateur ICE en 2013, en l'absence de toute intervention publique d'un actionnaire activiste<sup>387</sup>.

**116. Enseignements.** Cette opération a indéniablement fait moins couler d'encre étant donné que l'attitude du fonds activiste n'a pas été hostile à l'égard des dirigeants. Contrairement aux autres opérations précédemment étudiées le fonds activiste ne s'est aucunement opposé aux dirigeants de la société dans laquelle il a investi ; au contraire, il a favorisé leur stratégie et l'a même sécurisée. Nous sommes donc dans le cas d'un fonds favorisant la réalisation d'une offre publique. Cet exemple montre aussi que les dirigeants peuvent résister à une campagne activiste menée par des *hedge funds* s'ils prennent conscience de la menace et étudient les demandes de ces fonds. Les dirigeants d'Euronext ont, en effet, mené une politique de dialogue avec leurs actionnaires. Cependant, ils ne se sont pas laissé dicter leur stratégie par ces fonds. Au contraire, ils ont proposé une alternative stratégique suffisamment convaincante au rapprochement soutenu par les fonds. Ils ont donc imposé leur stratégie, cette dernière faisant industriellement sens et étant créatrice de valeur, elle a été soutenue par Atticus.

---

<sup>386</sup> Massimo, Prandi, Le fonds Atticus épouse la démarche de la direction d'Euronext, Les Echos, 26 mai 2006.

<sup>387</sup> ICE rachète le NYSE et veut mettre en Bourse Euronext, Les Echos.fr, 20/12/2012. Article consultable avec le lien suivant : [http://www.lesechos.fr/20/12/2012/lesechos.fr/0202461791131\\_ice-rachete-le-nyse-et-veut-mettre-en-bourse-euronext.htm](http://www.lesechos.fr/20/12/2012/lesechos.fr/0202461791131_ice-rachete-le-nyse-et-veut-mettre-en-bourse-euronext.htm). Consulté le 9 avril 2013.

117. Cet épisode montre aussi que des divergences stratégiques peuvent exister entre les fonds activistes. En l'occurrence, ici, certains soutenaient un rapprochement avec l'opérateur allemand tandis que d'autres se sont laissés convaincre de l'utilité d'un rapprochement avec le NYSE. Les fonds activistes peuvent donc avoir des analyses divergentes, donc des politiques aussi différentes, ce qui peut être habilement utilisé par les dirigeants en place. Un enseignement majeur est donc que les fonds seront très attentifs à ce que proposent les dirigeants de la société. Avec l'étude de ces deux opérations, on peut conclure que deux fonds activistes, TCI et Atticus, ont accéléré, sinon provoqué, et guidé la restructuration du paysage boursier européen et américain, soit en s'opposant à des rapprochements, soit en encourageant d'autres. Ils jouent donc un rôle macroéconomique majeur et constituent une menace réelle et sérieuse pour des dirigeants en panne de stratégie ou s'engageant dans un projet de rapprochement hasardeux.

### **B. L'intervention des actionnaires activistes dans les offres publiques de retrait.**

118. Dans le cadre des offres publiques de retrait (OPR), la stratégie adoptée par les fonds activistes consistera principalement à bloquer l'offre proposée. Ils chercheront à monnayer au mieux leur participation pour que la société puisse sortir de la cote. Il s'agit clairement d'une stratégie de blocage de la part d'un actionnaire qui s'engagera dans la vie sociale pour s'opposer à un projet spécifique dans le but d'obtenir une maximisation de la valeur financière de sa participation. Cette stratégie s'avère être assez efficace (1). La comparaison des stratégies adoptées lors des OPA-OPE à celles adoptées dans le cadre des OPR nous permet de relever des points communs, mais aussi des divergences entre elles. Elles traduisant néanmoins l'image d'actionnaires pleinement impliqués dans la vie des sociétés cibles de ces opérations. Malgré les différences, notamment de finalité, cela démontre une réelle prise de position de ces actionnaires (2).

## 1. La stratégie de blocage de l'offre.

119. Les fonds activistes ont aussi mené des opérations de blocage de l'offre dans le cadre de tentatives de retrait de la cote de sociétés cotées. Deux opérations sont emblématiques de cette stratégie : l'échec de l'offre sur Camaïeu (a) et les complications du retrait de la cote d'APRR (b).

### a. L'exemple Camaïeu.

120. **L'exemple de l'OPR de AXA Private Equity sur Camaïeu.** Axa Private Equity est l'un des plus importants fonds de LBO dans le paysage européen et a vocation à intervenir sur des opérations de grande taille<sup>388</sup>. Ce fonds avait décidé d'investir dans Camaïeu, entreprise française de prêt à porter. La chronologie de l'offre a été parfaitement présentée par un auteur<sup>389</sup>. En janvier 2005, le fonds acquit les participations directes et indirectes détenues par les familles fondatrices et les dirigeants de la société de prêt à porter dans le cadre d'une opération de *Leveraged Buy Out* (LBO)<sup>390</sup>. Elles représentaient 39.6% du capital et 55.1% des droits de vote. Le prix d'acquisition était de 85€, soit 13% de plus que le cours moyen. Le fonds indiqua alors qu'il entendait lancer une offre publique de retrait sur le reste du capital. L'annonce de cette offre intervint le 13 janvier 2005, le prix proposé était aussi de 85€ par action<sup>391</sup>. Suite à une suspension de la cotation, le marché réagit à la hausse, le cours de l'action s'affichant à 90.8€, soit 6.8% au dessus du prix de l'offre. Le consensus des analystes financiers jugeait la valorisation de l'offre trop faible. La cotation du titre est alors suspendue entre le 1<sup>er</sup> et le 16 février 2005 pendant que l'AMF examine l'offre. C'est à cette époque que les fonds spéculatifs choisissent de faire leur entrée au capital, détenant entre 20 et 30% du capital de la société<sup>392</sup>. L'offre publique est finalement un échec pour AXA Private Equity.

---

<sup>388</sup> Voir le site corporate d'AXA PE : <http://www.axaprivateequity.com/>.

<sup>389</sup> Matteo Bozzo, Les stratégies de blocage utilisées par les hedge funds lors des offres publiques, HEC Paris, Club finance, Les études du club n°72, décembre 2007.

<sup>390</sup> Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise 2013, 11<sup>ème</sup> édition, p.1039 : « *Un LBO, ou leveraged buy out, est le rachat des actions d'une entreprise financé par une très large part d'endettement. Concrètement un holding est constitué, qui s'endette pour racheter la cible. Le holding paiera les intérêts de sa dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes réguliers ou exceptionnels provenant de la société rachetée* ».

<sup>391</sup> L'auteur relève que cela représentait alors une prime de 13% par rapport au cours de bourse de la séance précédente.

<sup>392</sup> La Tribune cité par Matteo Bozzo, *Ibid* : « *Le problème, c'est que pas moins de 20% à 30% du capital sont aux mains de fonds d'investissement spéculatifs. Qui jugent chiche le prix de l'OPA, chiffré à 85 euros, indique à*

Entre temps, un *hedge fund*, Sandell Asset Management Europe, avait annoncé détenir 7.24% du capital et 5.86% des droits de vote de Camaïeu. Juste avant la clôture de l'offre, le *hedge fund* annonça avoir franchi le seuil de 10.43% du capital et de 8.45% des droits de vote. L'initiateur de l'offre entra alors en négociation avec ce fonds et acquit, le 12 décembre 2005, le bloc de titres pour un prix de 130€ par actions. Axa Private Equity dépassa alors le seuil de 52.8% du capital et de 64.7% des droits de vote. Il annonça par la suite son intention de lancer une offre pour acquérir la totalité du capital restant.

**121.** Les 13 et 14 décembre 2005, alors que le cours de bourse se rapprochait du nouveau prix proposé, un nouvel entrant, Boussard & Gavaudan Asset Management LP<sup>393</sup>, annonça détenir 5% du capital de la société et 4.84% des droits de vote, soit suffisamment pour empêcher le lancement d'une offre de retrait obligatoire... AXA Private Equity ne contacta pas le nouvel intru et sa seconde offre échoua<sup>394</sup>. Axa Private Equity céda finalement sa participation dans Camaïeu au fonds Cinven en mars 2007, pour un prix de 267€ par action, sans avoir réussi à sortir l'entreprise de la bourse. Cinven, négociant alors avec les actionnaires minoritaires, parvint à franchir le seuil des 95% du capital<sup>395</sup>, seuil d'importance car permettant d'initier une offre publique de retrait et de bénéficier de l'intégration fiscale pour la dette de la société.

**122. Enseignements.** Il s'agit probablement de l'un des meilleurs exemples du rôle joué par les fonds activistes pour empêcher une opération de sortie de la bourse d'une société cotée. Cette opération est riche d'enseignements. Cela permet tout d'abord de vérifier que le seuil des 95% est crucial dans ce type d'opération. Il donne la possibilité d'initier une offre publique de retrait obligatoire et d'avoir droit à l'intégration fiscale. Le corollaire de ce seuil est que les fonds prendront particulièrement soin de remplir leurs déclarations de franchissement de seuils pour faire connaître leur position aux dirigeants de la société. Nous pouvons constater que les fonds activistes se regroupent pour parvenir au même objectif. Cet objectif sera d'atteindre la juste valorisation de l'offre visant à retirer la société de la bourse.

---

*La Tribune l'un de ces hedge funds français, actionnaire de Camaïeu depuis décembre, sans autre précision. Une certitude : ce hedge fund préférerait se voir offrir entre 120 et 130 euros. Et affirme que les hedge les plus gourmands aspirent à une fourchette de 130 à 150 euros ».*

<sup>393</sup> Il est intéressant de relever que les dirigeants de ce fonds refusent la dénomination d'activiste : Xavier Diaz, « Nous sommes des banquiers pas des spécialistes en réorganisation », L'AGEFI Hebdo, 7 juin 2012.

<sup>394</sup> Matteo Bozzo, *Ibid.* Dow Jones Bourse, 14 février 2006 : « Il me semble qu'un investisseur qui lance une OPA se doit de rencontrer les minoritaires dont il convoite les titres. Or Axa ne nous a même pas contactés pour s'enquérir de nos intentions ».

<sup>395</sup> Olivier Pinaud, Cinven met fin à six ans d'épreuve de force avec les hedge funds sur Camaïeu, L'AGEFI, 30 mars 2011.

**123.** Les échecs d'AXA Private Equity et le succès de Cinven montrent un autre point fondamental. Les fonds activistes sont entièrement ouverts à la négociation avec l'initiateur de l'offre. Les deux offres initiales ont probablement échoué du fait de l'absence de négociations avec les fonds détenteurs d'une participation importante à l'intérieur de la société. On relèvera que l'offre de Cinven n'aurait pas forcément réussi si elle s'était déroulée dans le même contexte que celles d'AXA Private Equity. En effet, cette dernière fût initiée dans un contexte de crise financière et de faible liquidité du titre, facilitant la négociation. Cette négociation conduisit aussi à l'entrée au capital de Camaïeu et une participation à la dette de l'opération pour les *hedge funds* en question<sup>396</sup>. On peut donc en conclure que tout dépendra du contexte financier dans lequel l'offre est initiée.

#### b. L'exemple de l'offre d'Eiffarie sur APRR.

**124. Le blocage de l'offre d'Eiffarie par les fonds activistes.** En 2005, le gouvernement français, décida de privatiser les autoroutes françaises, notamment pour financer son désendettement<sup>397</sup>. Des offres furent déposées par différents consortiums, composés d'acteurs du secteur (comme Vinci, Bouygues, Eiffage et Abertis) ainsi que d'acteurs financiers. APRR détenait la concession pour les autoroutes du Rhin et du Rhône<sup>398</sup>. A l'issue du processus de privatisation ce fût le consortium composé d'Eiffage et de Macquarie<sup>399</sup>, dénommé Eiffarie, qui obtint le contrôle de cette société. Le processus de l'offre est aussi parfaitement résumé dans un travail de recherche réalisé sur la question<sup>400</sup>. Le 16 février 2005, Eiffarie acquit les actions détenues par l'Etat au prix de 61€ l'action. Elle détenait alors 74.66% du capital et des droits de vote de la société ce qui l'obligeait à lancer une garantie de cours<sup>401</sup> pour permettre aux autres actionnaires de bénéficier d'une porte de sortie équivalente. Cette garantie de cours est ouverte le 17 mars 2006. A cette occasion, le P-

---

<sup>396</sup> Olivier Pinaud, Cinven met fin à six ans d'épreuve de force avec les hedge funds sur Camaïeu, L'AGEFI, 30 mars 2011.

<sup>397</sup> Christophe Jakubyszyn, Le gouvernement lance la privatisation des autoroutes françaises, Le Monde, le 23 août 2005.

<sup>398</sup> Voir le site Corporate du groupe : <http://www.aprr.fr>.

<sup>399</sup> Macquarie est une banque australienne d'investissement spécialisée dans le rachat et l'exploitation d'infrastructures telles que les autoroutes, ports, aéroports,... Voir le site corporate du groupe: <http://www.macquarie.com/>.

<sup>400</sup> Matteo Bozzo, *Ibid.*

<sup>401</sup> Le document est disponible au lien suivant, consulté le 6 octobre 2012 : [http://www.aprr.com/Templates/note\\_information\\_140306.pdf?FileID=pdf%2Fnote\\_information\\_140306.pdf](http://www.aprr.com/Templates/note_information_140306.pdf?FileID=pdf%2Fnote_information_140306.pdf)

DG d'Eiffage précise que si le seuil des 95% n'est pas atteint, cela n'entraînera pas un réajustement du prix à la hausse. Aux alentours du 27 mars 2006, le cours de bourse se situe largement au-dessus du niveau proposé lors de la garantie de cours, ceci démontrant un achat massif de titres. Le 7 avril, le *hedge fund*, Elliott Management Corporation, annonça détenir 7.01% du capital. A l'issue de la garantie de cours, le holding de reprise détenait 81.48% des actions APRR. En mai 2006, au moment de l'assemblée générale des actionnaires, le fonds activiste détient 10.3% du capital de la société, empêchant toute offre de retrait obligatoire. Les dirigeants indiquèrent à cette occasion qu'ils ne se plieraient pas au jeu du fonds activiste et ne revaloriseraient pas leur offre.

**125.** Deux éléments peuvent expliquer cette stratégie. Tout d'abord, la durée de la concession était de 26 ans, laissant le temps au consortium de rentabiliser son investissement. Ensuite, il semble qu'une clause ait existé dans l'accord de cession avec l'Etat obligeant le consortium à indemniser ce dernier si l'offre de retrait de la cote était supérieure au prix proposé par l'Etat. En juin 2006, APRR verse un dividende exceptionnel de près de 10 euros (9.58 exactement) mais le cours de bourse s'installe durablement aux alentours des 60€. Ce ne fût qu'en juin 2010 que le consortium réussit à passer le seuil des 95% du capital et des droits de vote du concessionnaire d'autoroutes. Elle initia alors une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

**126. Enseignements.** Outre les enseignements sur le sursis à exécution en droit boursier<sup>402</sup>, ce cas présente des aspects intéressants dans le cas de notre étude. Il permet de vérifier l'importance stratégique du seuil des 95%, le blocage du fonds s'étant cristallisé autour de ce seuil. Il démontre qu'il est possible, pour une société, de réussir son OPR en tenant tête face aux fonds. Ce cas présente des aspects originaux. Tout d'abord, un seul fonds activiste a pris une participation dans la société et a mené la fronde à l'encontre du projet de sortie de la cote. Ensuite, il s'agissait d'acteurs industriels, ou tout du moins avec une vision d'investissement à long terme. On peut ainsi supposer que, contrairement à un fonds de *private equity*, leur horizon d'investissement était plus long et leur stratégie plus souple du fait

---

<sup>402</sup> Didier Martin, IV. L'affaire APRR-Eiffarie, Chronique/Pubic M&A – Offres Publiques, RTDF n°1/2, 2011, p.127. Le sursis à exécution de la décision de conformité a été prononcé aux motifs que « *la mise en œuvre du retrait obligatoire rend définitif le transfert des titres objets de l'offre. Il s'ensuit qu'une fois exécutée la décision litigieuse, ses effets seront irréversibles, nonobstant son annulation ultérieure par la cour, privant, de surcroît, le département de Saône-et-Loire de tout recours effectif contre cette décision* », ainsi « *l'irréversibilité induite par l'exécution de la décision, la privation d'un droit effectif de recours, constituent des conséquences manifestement excessives* ».

de l'absence d'une dette importante à rembourser. Les stratégies de blocage seront donc parfaitement différentes en fonction de l'acteur souhaitant retirer la société de la bourse.

**127.** Relevons enfin que l'issue de cette bataille a probablement été repoussée par les problèmes d'actionnariat d'Eiffage. Cette dernière société a en effet dû réagir à la montée hostile à son capital de l'Espagnol Sacyr. Les dirigeants devant alors se défendre contre cette tentative de prise de contrôle rampante. Finalement, cette tentative de prise de contrôle échoua et Eiffage resta indépendant<sup>403</sup> mais il est probable que l'issue de l'offre sur APRR aurait été plus rapide si l'une des parties au consortium n'avait pas été menacée de la sorte.

## **2. La comparaison des deux stratégies.**

**128.** L'activisme dans le cadre des offres publiques se traduit donc au travers de deux stratégies bien distinctes. Il peut s'agir d'une campagne pour soutenir ou s'opposer à un changement de contrôle, ou à une autre forme d'activisme portée sur le blocage de l'opération. Ces deux types de stratégies présentent des traits communs, certains manifestes (a) qui reflètent un actionnaire engagé et présent dans la vie de la société. Cependant la même analyse ne peut s'appliquer aux deux stratégies étant donné l'existence de différences importantes tenant à la fois aux conditions de ces campagnes mais aussi à leurs résultats et leurs finalités (b).

### **a. Les éléments communs.**

**129. La stratégie de blocage.** Le premier élément commun aux stratégies étudiées précédemment, que ce soit dans le cas d'une prise de contrôle d'une société ou d'une offre publique de retrait est la mise en place d'une stratégie de blocage pour obtenir la réévaluation de l'offre ou un changement de la stratégie mise en place. On l'a vu, les fonds joueront ainsi sur des seuils. Ce pourra être celui des 95% pour empêcher l'initiation d'une offre publique de retrait et l'intégration fiscale<sup>404</sup>. Dans le cadre d'une offre de prise de contrôle, ce sera le

---

<sup>403</sup> Sacyr a vendu sa part dans Eiffage, Les Echos, 17 avril 2008.

<sup>404</sup> Cette question des seuils s'est aussi vérifiée dans le cadre des offres publiques sur Buffalo Grill, Elior et Alain Afflelou. Matteo Bozzo, *Ibid*, p.9

franchissement de certains seuils entraînant une obligation de déclaration. Les seuils seront donc utilisés de manière différente et en fonction de leur finalité propre en fonction de l'objet de l'offre. Surtout, nous avons vu dans l'ensemble de ces exemples que les fonds ne prennent que des positions minoritaires, en aucun cas ils n'ont cherché, ou même menacé, de prendre le contrôle de la société. Cela marque ainsi une très claire distinction avec les fonds de *private equity* dont la finalité sera la prise de contrôle de la société. De la même manière, ces exemples montrent que les actionnaires activistes interviennent quel que soit le type d'offre, amicale ou hostile.

**130.** Même si les offres hostiles constituent généralement de grandes opportunités pour des surenchères, les fonds peuvent aussi trouver des opportunités financières dans les offres amicales. Le caractère amical d'une offre peut inciter le conseil d'administration à valoriser à minima la société cible étant donné qu'il sera soutenu pas les actionnaires et que la prime proposée ne servira pas à compenser cette absence de soutien. In fine, ce qui importe c'est l'existence d'une opportunité financière. Les actionnaires activistes, on l'a vu, s'adaptent aux différentes offres auxquelles ils ont à faire. Ils peuvent forcer les dirigeants d'une société à la mettre en vente, comme se focaliser uniquement sur la structuration d'une offre. On voit donc que les activistes ne détermineront pas leurs stratégies en fonction du type de l'opération en cause, mais uniquement en fonction des opportunités financières qui seront présentes. Un autre constat est que la taille de l'entreprise n'est pas de nature à dissuader les *hedge funds* activistes<sup>405</sup>. Contrairement à l'analyse financière classique en matière d'OPA, la taille ou la valorisation importante de l'entreprise ne seront pas forcément de nature à dissuader un fonds activiste. Il en va de même du prestige ou de l'importance politique d'une société, la chute d'ABN AMRO en est le meilleur exemple.

**131. Les stratégies mises en place.** De nombreux points communs entre les stratégies mises en place dans les offres précédemment étudiées peuvent être relevés. Le premier est la vérification de la stratégie précédemment décrite du *wolf pack* visant à coaliser plusieurs actionnaires autour de la campagne activiste. Ces actionnaires pourront être d'autres fonds activistes (comme Atticus suivant TCI), des fonds de gestion (comme Fidelity appuyant TCI contre les dirigeants de Deutsche Börse) ou encore des actionnaires minoritaires<sup>406</sup>. Surtout, on a vérifié le poids important des associations de défense des actionnaires minoritaires. Les différents cas étudiés montrent aussi le caractère limité de ces *wolf pack*. Les fonds ne se

---

<sup>405</sup> Pierre de Gasquet, TCI, le fonds qui fait trembler la finance, Les Echos, 29 novembre 2007.

<sup>406</sup> Claire Gatinois, L'activisme des hedge funds soutenu par les minoritaires, Les Echos, 24 août 2005.

regrouperont informellement autour d'un objectif commun que s'ils partagent des intérêts convergents. Ce regroupement ne tient donc pas à leur nature de fonds activistes mais au fait qu'ils recherchent le même objectif. Dès que les objectifs poursuivis divergeront il n'est plus du tout certain que le pacte informel y survivra. C'est ce qui s'est vérifié avec l'attitude d'Atticus lors de l'annonce de la fusion d'Euronext et du Nyse. Le fonds a soutenu cette fusion, et a permis sa réalisation, alors que son homologue TCI s'y opposait. Toujours sur cette question, il est intéressant de relever qu'un accord avec un fonds ne sécurisera pas forcément une nouvelle offre. L'opération sur Camaïeu en est un très bon exemple. L'accord avec le premier fonds activiste n'empêcha en rien un second de s'inviter au capital et d'empêcher la réussite de la deuxième tentative de sortir la société de la bourse. On relèvera, pour une analyse future concernant les arbitragistes, qu'aucun de ces fonds n'a déclaré agir de concert avec un autre, et qu'aucun indice n'a laissé penser qu'une telle action de concert avait pu avoir lieu. Les fonds activistes sont aussi très ouverts aux médias<sup>407</sup> et ont une politique de communication développée. On a ainsi vu qu'ils n'hésitaient pas à critiquer publiquement les dirigeants qui ne souhaitaient pas tenir compte de leurs propositions.

**132.** L'étude de ces cas nous permet de vérifier que ces fonds constituent des participations significatives, généralement amplifiées par le ralliement d'autres actionnaires déjà présents au capital de la société. Sur les opérations étudiées, les fonds activistes avaient constitué des participations comprises entre 5 et 15%, à l'exception notable de Knight Vinke dans Suez dont la participation avoisinait le 1% du capital. On peut aussi relever que ces participations ne sont pas figées, les fonds n'hésitant pas à les augmenter ou les diminuer en fonction de l'évolution de l'offre à laquelle ils ont pris part. Cela nous permet de conclure que même s'il apparaît préférable de constituer une participation importante, ce sera surtout l'écho trouvé auprès du marché qui fera, ou non, le succès de l'opération. Enfin, d'autres enseignements rapides peuvent être tirés de ces opérations. L'étude de ces cas montre ainsi que les fonds respectent scrupuleusement la réglementation, ainsi aucun n'a été accusé d'avoir manqué à ses obligations de déclaration de franchissement de seuils. Ensuite, une pratique commune entre ces fonds est la volonté, généralement constante, d'entamer un dialogue avec les dirigeants de la société.

---

<sup>407</sup> Pierre de Gasquet, TCI, le fonds qui fait trembler la finance, Les Echos, 29 novembre 2007.

## b. Les éléments de différenciation.

**133. Les seuils.** Le premier élément de différenciation entre les deux types d'offre sera bien entendu l'utilisation des seuils. Comme relevé précédemment<sup>408</sup>, dans une offre de retrait, le seuil des 95% sera stratégique pour pouvoir légalement exproprier les actionnaires minoritaires récalcitrants ou passifs. A l'inverse, dans une offre d'acquisition, les franchissements de seuils seront utilisés pour signaler une présence importante au capital du fait de l'obligation de déclaration qu'ils imposent. Tout cela pourrait évoluer prochainement si le législateur décide d'introduire un seuil de caducité à 50% pour les OPA et OPE<sup>409</sup>. Dans une OPR, il suffit à l'actionnaire activiste de passer au-dessus des 5%, et donc d'empêcher l'initiateur de l'offre d'atteindre les 95%, pour être dans une situation de blocage.

**134.** Les deux situations sont donc radicalement différentes. Cela implique un élément tenant au risque des stratégies. En intervenant sur une offre de prise de contrôle, le risque est amplifié pour les actionnaires activistes. Ces derniers peuvent se retrouver dans une situation où les dirigeants refusent de modifier leur stratégie. Ils ne pourront modifier le destin de l'offre et seront obligés de se contenter du prix initial, sans pouvoir réaliser de plus-value. A l'inverse, dans le cadre d'une offre de retrait, un fonds activiste dépassant le seuil des 5% pourra être assuré de se voir proposer une surenchère, ou un intéressement direct à l'opération, s'il est certain que l'initiateur de l'offre a un besoin impérieux de sortir la société de la bourse<sup>410</sup>. Cette certitude pourra, par exemple, être acquise s'il s'agit d'un fonds de *private equity* devant nécessairement obtenir le bénéfice de l'intégration fiscale et réduire les coûts liés à la cotation.

**135. La nature différente de l'objectif de la campagne activiste.** En fonction du type d'offre dans lequel on se trouve, les campagnes activistes vont être de nature radicalement différente. Dans le cas d'une offre de prise de contrôle, la campagne visera les dirigeants de la société initiatrice de l'offre, ou de la société cible, ou encore les deux. Les fonds chercheront à entamer le dialogue avec eux puis, si cela n'est pas convaincant, commenceront une campagne de presse et une opposition en assemblée générale. Dans le cas

---

<sup>408</sup> Supra n°9 et suivants.

<sup>409</sup> Alain Pietrancosta et Hervé Pisani, Est-il opportun d'introduire un seuil de caducité automatique de 50%, JCP G, n°15, 2012, p.760.

<sup>410</sup> Matteo Bozzo, *Ibid*, p.12. Les retraits de la côte peuvent être ainsi expliqués par la théorie des coûts de transaction. Ces coûts sont identifiés comme étant : les coûts liés à l'information financière obligatoire ; les coûts liés à la présentation des comptes ; les coûts causés par le nécessaire maintien de la liquidité du titre sur le marché.

d'une offre publique de retrait, les fonds activistes s'opposeront à l'initiateur de l'offre, généralement actionnaire majoritaire. Cette situation change radicalement l'analyse de ces deux opérations. Dans le premier cas, les activistes vont avoir un a priori positif du marché étant donné que les dirigeants sont généralement suspectés de poursuivre leur propre intérêt et non celui de la société<sup>411</sup>. Ils bénéficieront ainsi d'une certaine légitimité à s'opposer à eux<sup>412</sup>. Ils auront surtout les moyens de les écarter s'ils réussissent à réunir la majorité suffisante lors de l'assemblée générale des actionnaires<sup>413</sup>.

**136.** A l'inverse, la situation sera différente lorsqu'ils se retrouveront face à un autre actionnaire. Si ce dernier est majoritaire ils pourront probablement bénéficier d'une bienveillance équivalente de la part du marché. Cela tient au fait qu'il est généralement admis que les actionnaires majoritaires cherchent à privilégier leurs propres intérêts, et non celui des minoritaires<sup>414</sup>. Cependant, les fonds activistes ne disposeront d'aucun moyen de pression à leur encontre si ce n'est une très hypothétique action pour abus de majorité<sup>415</sup>.

**137.** L'étude de ces différents cas nous a ainsi permis de mesurer l'importance du phénomène et ses conséquences. De la même manière, nous avons vu qu'il existait de nombreux points communs entre les campagnes activistes qui avaient été menées contre ces sociétés. On ne peut pas en conclure que les campagnes menées sont identiques étant donné qu'il existe des différences fondamentales, tenant notamment à la nature de l'opération en cause. Dans le cadre de l'activisme en période d'offre publique de retrait, l'actionnaire menant la campagne intervient principalement pour son propre intérêt financier et ne prend guère en compte l'intérêt de la société dans son ensemble. En cela on peut estimer qu'il se rapproche du comportement des arbitragistes que nous allons maintenant décrire. Ces actionnaires s'en différencient aussi fondamentalement étant donné qu'ils s'investiront pleinement dans une contestation de la politique de la société et dialogueront, voire négocieront, avec les dirigeants de cette dernière. Contrairement aux autres actionnaires activistes ils n'interviendront pas nécessairement sur le destin futur de la société mais les deux partagent un même dénominateur commun qui est celui de réponse à la vision d'un actionnaire pleinement engagé. Ils vont venir contester les plans des dirigeants ou de

---

<sup>411</sup> Voir à ce sujet les réflexions sur la théorie de l'agence. J. Armour, H. Hansmann et R. Kraakman, *Agency problems and legal strategies in The Anatomy of Corporate Law, A comparative and functional approach*, Second edition, Oxford University Press.

<sup>412</sup> Ce serait d'ailleurs pour cette raison que les associations de défense des actionnaires minoritaires regardent généralement avec bienveillance l'action des fonds activistes.

<sup>413</sup> Article 225-18 C. Com.

<sup>414</sup> Voir la doctrine sur la théorie de l'agence : J. Armour, H. Hansmann et R. Kraakman, *Ibid.*

<sup>415</sup> Sur l'abus de majorité voir notamment infra n°534 et suivants.

l'actionnaire majoritaire dans le cadre d'une opération spécifique. Ces actionnaires agiront pour maximiser leur participation, mais joueront le rôle que l'on attend d'eux en prenant position en faveur, ou contre, une opération qui leur est proposée. Ils ne seront donc pas passifs dans la gestion et la vie de la société mais au contraire pleinement engagés. L'engagement est présent même si la finalité de cet engagement peut différer.

**138. Conclusion du Chapitre.** L'activisme actionnarial constitue un comportement que peut adopter tout actionnaire avec plus ou moins d'efficacité. Ces stratégies peuvent jouer des rôles déterminants dans les offres publiques en empêchant ou favorisant leur réussite. L'activisme actionnarial témoigne de la complexité de ces stratégies étant donné que pour être pleinement efficient, il nécessite l'intervention et le soutien des autres investisseurs et de tiers, comme les agences de conseil en vote. Il s'agit d'une stratégie particulièrement bien préparée et qui nécessite l'intervention de plusieurs actionnaires activistes en même temps. Cette stratégie implique une analyse de fond de la société et de convaincre les marchés de la pertinence de la stratégie suivie par l'actionnaire. L'activisme actionnarial a démontré sa puissance lors d'opérations majeures. Il est à l'origine de l'offre sur ABN AMRO et a joué un rôle absolument déterminant lors de la recomposition du paysage boursier européen. Les fonds activistes jouent un rôle de premier plan dans les offres de retrait en mettant des battons dans les roues à certaines sociétés ne souhaitant pas forcément payer le prix maximum pour sortir une société de la bourse.

**139.** L'activisme actionnarial traduit surtout un comportement de la part d'un actionnaire. Il s'agit d'un actionnaire impliqué dans la société dans laquelle il investit. Lors d'une offre publique, cet actionnaire va prendre en compte la stratégie à long-terme de la société avant de favoriser sa réussite ou de s'y opposer. Cela s'est particulièrement vu avec l'attitude du fonds Atticus lors de la bataille pour le contrôle d'Euronext. L'actionnaire qui adopte une stratégie activiste est donc un actionnaire qui s'implique dans la vie de la société en approuvant, ou en contrecarrant, les projets d'une société. Cette implication se traduit à travers une profonde compréhension de la société et un plein investissement dans l'issue de l'offre publique. Cet actionnaire ne fait donc pas preuve de passivité lors de son investissement. Il doit au contraire analyser en profondeur l'opération, adopter une stratégie et convaincre les autres investisseurs de suivre cette stratégie. L'activisme actionnarial apparaît donc comme étant l'exemple le plus poussé de ce que l'on attend comme implication pour un actionnaire. Il traduit parfaitement la vision d'un actionnaire contrôlant les dirigeants et s'impliquant dans les grandes orientations stratégiques de la société.

## **Chapitre 2. L'arbitrage.**

**140.** L'activisme actionnarial traduit parfaitement la vision d'un actionnaire aux prises avec la société, qui cherche à s'impliquer et à imposer ses vues. Elle ne traduit certes pas un actionnaire altruiste uniquement intéressé par le développement de la société et niant son propre intérêt financier. Elle traduit un actionnaire maximisant son investissement en s'impliquant dans la vie de la société : le meilleur développement de cette dernière profite à tous. Ce développement est renforcé par l'implication de ces actionnaires lors des opérations stratégiques pour la société, ces derniers n'hésitant pas à s'opposer aux mauvaises opérations ou à soutenir celles faisant industriellement sens. Lors des opérations de rapprochement, cette forme d'actionnariat impliquée cohabite avec une certaine passivité de la part de la majorité des actionnaires présents au capital de la société. Elle cohabite aussi avec une autre forme d'actionnariat, l'arbitrage financier. Cet actionnaire ne s'impliquera guère sur l'opération mais cherchera principalement, et même exclusivement, à favoriser le rendement financier qu'il peut tirer de cette opération. Les offres publiques d'achat ou d'échange se prêtent particulièrement bien à la mise en œuvre de stratégies reposant sur cette notion d'arbitrage. Les actionnaires pratiquant l'arbitrage vont suivre des stratégies spécifiques qui vont les différencier des autres actionnaires présents au capital (§1). La frontière n'est pas nette. Même si les stratégies, et donc les comportements, sont parfaitement distincts dans la pratique, il n'est pas évident de parfaitement distinguer l'arbitrage financier des autres comportements financiers, et notamment de l'activisme. Cette difficulté tient notamment aux techniques utilisées. Certaines sont exclusivement employées par les activistes. A l'inverse, d'autres peuvent être aussi bien utilisées par les activistes et par les arbitragistes (§2).

## **§1. L'arbitrage financier dans les offres publiques.**

141. L'arbitrage financier peut être effectué dans le cadre des offres publiques. Ces dernières, présentent des caractéristiques particulièrement intéressantes pour mener de telles opérations d'arbitrage. Tout comme l'activisme, l'arbitrage financier s'est développé en dehors des offres publiques d'acquisition. Ces dernières ont vu se développer l'arbitrage financier, certains actionnaires adoptant des stratégies fondées sur l'arbitrage financier pendant ces dernières. Les arbitragistes viennent même jouer un rôle prépondérant dans le cadre de ces offres à l'heure actuelle (A). L'arbitrage financier est un comportement spécifique, à part, qui diffère fondamentalement de la majorité des comportements des autres investisseurs. Il se différencie à la fois de l'activisme mais aussi de la passivité des autres actionnaires présents au capital de la société cible (B).

### **A. L'arbitrage dans les offres publiques.**

142. Les investisseurs pratiquant l'arbitrage financier peuvent effectuer de telles opérations dans le cadre des offres publiques. L'arbitrage financier n'est pas né et n'est pas limité aux offres publiques, il s'est adapté à ces dernières. Les actionnaires arbitragistes jouant maintenant un rôle plein et entier dans ces dernières (1). Ces offres donnent la possibilité de jouer sur la différence entre deux valeurs et les investisseurs influent directement sur l'offre. Les offres publiques offrent intrinsèquement des possibilités d'arbitrage et les actionnaires viennent jouer un rôle prépondérant lors de ces dernières (2).

#### **1. Les fonds arbitragistes dans les offres publiques.**

143. L'arbitrage financier est une opération financière propre à l'existence d'un marché. Elle est historiquement apparue dans des circonstances totalement étrangères aux offres publiques mais s'est peu à peu étendue à ces dernières (a). Cette stratégie peut donc parfaitement être adaptée aux offres publiques à travers des stratégies spécifiques (b).

#### a. L'arbitrage financier.

**144. La notion d'arbitrage.** Suivant une définition générale, l'arbitrage est une opération financière visant à réaliser un profit en jouant sur la différence entre deux valeurs<sup>416</sup>. Nous avons déjà eu l'occasion d'en exposer les grandes lignes dans nos développements sur l'activisme actionnarial<sup>417</sup>. L'arbitrage financier peut être plus précisément défini comme étant : « (...) *Une combinaison de plusieurs opérations permettant de réaliser un bénéfice sans risque (en théorie au moins !) en tirant parti des seules imperfections susceptibles d'apparaître entre différents marchés. L'arbitrage permet d'assurer l'égalité des prix à un même moment. Il assure la fluidité entre les différents marchés et contribue à leur liquidité. C'est l'opération de base qui permet de garantir l'efficacité des marchés* »<sup>418</sup>. Il s'agit plus spécifiquement d'une expression anglaise « *arbitrage* », elle-même dérivée du terme français arbitrer<sup>419</sup>. L'arbitrage consiste à utiliser un modèle permettant d'exploiter une différence de valorisation entre deux valeurs dans le but de réaliser un profit. Dès lors, tout individu pratique de l'arbitrage quand il effectue un choix entre deux produits en fonction de leurs prix et cherche à économiser ou gagner de l'argent de cette manière<sup>420</sup>.

**145.** L'arbitrage n'est pas une donnée économique nouvelle mais est intimement lié à l'existence du marché et à la spéculation. La première trace remonte à la république de Venise où des marchands avaient développé une activité d'arbitrage entre les différents taux de change des devises du fait de l'existence de plusieurs marchés distincts. Cet arbitrage, toujours en cours sur les marchés des changes, a été facilité par l'évolution technologique et la capacité d'avoir accès à l'ensemble des marchés des différents continents. Il s'agit donc d'une pratique financière largement répandue, reposant sur une mécanique simple et qui n'est pas nouvelle. Cette pratique a évolué ces dernières décennies rendant possible le développement de l'arbitrage dans le cadre des offres publiques d'acquisition.

**146. L'évolution de l'arbitrage.** La première évolution tient au développement du marché actions au cours du siècle dernier qui a donné la possibilité de pratiquer l'arbitrage

---

<sup>416</sup> Le petit Larousse 2003 définit ainsi l'arbitrage comme étant une « *Opération spéculative consistant à utiliser les différences de cours entre les places boursières* ».

<sup>417</sup> Voir supra n°60 et suivants.

<sup>418</sup> Lexique de Finance, Vernimmen 2013. Pour plus de développements sur la question on peut se reporter aux pages 364 et suivantes du Vernimmen 2013.

<sup>419</sup> « *The term « arbitrage » is derived from the French verb “arbitrer”, meaning “to measure, determine, judge or estimate”* », Jeffrey Stephen Turner, Should tender offer arbitrage be regulated?, Duke L. J., 1978, 1000.

<sup>420</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid.*

dans ce secteur et de ne plus le cantonner aux seules devises<sup>421</sup>. Cette évolution a surtout été favorisée par le développement des obligations convertibles multipliant les possibilités d'arbitrages financiers<sup>422</sup>. La particularité de cette nouvelle forme d'arbitrage est qu'elle repose non plus sur l'existence de prix différents entre deux places de cotation mais sur l'apparition de valorisation différente sur un même marché. Selon la doctrine<sup>423</sup>, cela se caractérise par l'achat d'une valeur (comme une obligation convertible) avec, simultanément, la vente à découvert de son équivalent sur le marché (en l'occurrence, le titre sous-jacent). Le fonds exploite la différence de prix entre la valeur théorique de la conversion et la valeur réelle de l'action sur le marché<sup>424</sup>. Il va en effet demander la conversion de l'action et recevoir ces titres en échange. Il apportera ensuite les titres à l'acheteur auquel il les aura vendus à découvert. Il réalisera un profit sur la différence entre la valeur de conversion des titres et le prix de la vente à découvert. Ces types d'arbitrage sont réputés comme présentant relativement peu de risques. L'investisseur doit seulement identifier un écart de cours entre deux valeurs, comme le prix proposé par l'initiateur de l'offre et le cours du titre de la société, avec une certitude suffisante, et jouer sur cette différence.

**147.** La possibilité de réaliser un profit est à l'inverse maximisée dans le *risk arbitrage*, ou l'arbitrage sur le risque d'échec de l'offre. Cette pratique a été initiée aux Etats-Unis lors de la restructuration des sociétés de chemin de fer au début des années 1930<sup>425</sup>, « *les plans de restructurations proposés comportaient des risques significatifs étant donné qu'ils devaient être approuvés par les actionnaires de la société ainsi que les autorités compétentes* »<sup>426</sup>. Les titres, avant l'approbation du plan, avaient une valeur généralement inférieure à la valeur de l'ensemble des autres titres proposés en échange. Un arbitragiste pouvait ainsi réaliser des profits conséquents s'il arrivait à parfaitement évaluer le risque de non approbation du plan. S'il était persuadé que le plan allait être approuvé il pouvait alors acheter des titres à bas prix sur le marché et attendre de recevoir les nouveaux titres qui représentaient une valeur supérieure. D'autres opportunités d'arbitrage se sont développées au

---

<sup>421</sup> Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, Le marché et les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec.

<sup>422</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid.*

<sup>423</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid.*

<sup>424</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1002: "Il achète alors des actions en étant long, puis vend à découvert les titres équivalents, convertis ses possessions et couvre ainsi sa vente à découvert, réalisant un profit après [l'ensemble des coûts liés]".

<sup>425</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1002. L'auteur relève que ces restructurations consistaient dans l'échange de dette existante avec de nouveaux titres (regroupant un ensemble disparate d'action ordinaire, d'action de préférence, d'obligations,...).

<sup>426</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1003.

fil du temps<sup>427</sup>. A partir des années 1960 et la phase de fusion des sociétés américaines de nouvelles opportunités d'arbitrage sur le risque se sont développées. Le fondement de cette stratégie reste le même. Les arbitragistes vont décider de prendre position et d'acheter, ou non, des titres en fonction de l'analyse qu'ils font de la possibilité qu'a l'offre de réussir<sup>428</sup>, donc de son risque d'échec.

#### b. Les stratégies des actionnaires arbitragistes.

**148. Les stratégies.** Le cœur de la stratégie de *merger arbitrage* (c'est-à-dire l'arbitrage sur l'offre publique) est de réaliser un profit entre le prix proposé par l'offre et le prix des actions sur le marché<sup>429</sup>. L'arbitragiste va exploiter la prime d'offre en prenant une position longue sur la cible et courte sur l'initiateur. Si l'offre réussit l'arbitragiste récupérera la prime d'offre ainsi que tout dividende payé par la cible<sup>430</sup>. « *L'arbitragiste valorise ces cours, évalue le facteur de risque et sa marge de profit espérée, arrive à une estimation lui indiquant dans quelle situation il peut aborder l'offre en faisant un profit, et il va ensuite entrer rapidement et discrètement sur le marché, en achetant d'importants blocs d'actions de la société cible* »<sup>431</sup>. Contrairement à une stratégie d'arbitrage classique, dans laquelle la plus-value est réalisée immédiatement par l'achat et la revente instantanée des titres financiers concernés<sup>432</sup>, cette stratégie impliquera que l'arbitragiste garde les titres pendant une période plus longue, jusqu'à la fin de l'offre. De la même manière, l'analyse précédemment décrite

---

<sup>427</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*.

<sup>428</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1004: "Dans une situation de fusion, les arbitragistes se concentrent pour évaluer les différents risques affectant les chances de réalisation de la fusion".

<sup>429</sup> Il s'agit du *spread* déjà évoqué précédemment, voir supra n°145. Dung V. Nguyen, The roles of Arbitrageurs – UK evidence, Août 2009 (étude disponible sur internet: [http://depocenwp.org/upload/pubs/VEAM/04-THE%20ROLES%20OF%20ARBITRAGEURS\\_DEPOCENWP.pdf](http://depocenwp.org/upload/pubs/VEAM/04-THE%20ROLES%20OF%20ARBITRAGEURS_DEPOCENWP.pdf), lien consulté le 15 novembre 2012) : « *The spread is defined as the percentage difference between the initial offer price and the target stock price one day after the bid announcement date* ».

<sup>430</sup> Ben Branch et Taewon Yang, Merger deal structures and investment strategies, Winter 2006, p.10: "L'arbitrage sur le risqué est une stratégie de trading dont l'objet est d'exploiter le premium lors de l'offre sur les titres de la société cible pendant la période d'offre (la période entre l'annonce de l'offre et la réalisation de l'opération). Les arbitragistes sur le risque prennent typiquement une position à la vente sur les titres de l'initiateur de l'offre et à l'achat sur les titres de la société cible après l'annonce de l'offre pour percevoir le premium proposé par rapport au prix de cotation précédent. Si la tentative d'offre réussit, les arbitragistes et les autres investisseurs vont alors bénéficier du premium de l'offre en plus de tout dividende payé par la cible, ainsi que de tout paiement sur les positions courtes qu'ils auront sur les titres de l'initiateur ».

<sup>431</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1005: "L'arbitragiste estime ses coûts, les chiffres comme un facteur de risque et la marge de profit espérée, arrive à une estimation de ce à quoi il peut probablement obtenir, et rentre alors sur le marché rapidement et discrètement, achetant des blocs d'actions de la société cible".

<sup>432</sup> Frederick B. Henry, Activities of arbitrageurs in tender offers, U. Pa. L. Rev., Vol. 119, n°3, p.467.

nous indique qu'il n'est pas toujours possible de réaliser un arbitrage lors d'une offre, tout particulièrement lorsque les coûts ou les risques sont trop élevés. Les ventes à découvert seront ici systématiquement utilisées dans le cadre de cette stratégie<sup>433</sup>, ce qui se révèle rémunérateur<sup>434</sup>. « *L'arbitragiste va acheter des actions de la société cible et vendre à découvert le même montant d'actions de l'initiateur de l'offre. A l'issue de l'offre, il va échanger les actions de la cible qu'il a accumulées et couvrir sa position à découvert avec les actions qu'il reçoit en échange [ou le prix payé par l'initiateur de l'offre]. Son profit résidera dans la différence de prix entre les deux actions* »<sup>435</sup>. La vente à découvert permettra au fonds de ne pas mobiliser une quantité trop importante de capital en n'ayant pas à acheter les titres. Il s'agit d'un élément essentiel de la stratégie d'arbitrage sur le risque de l'offre. Pour cela, l'investisseur devra évaluer quels sont les risques de l'offre et quelle est sa probabilité de réalisation. Il s'agit de l'élément de différenciation principal entre l'arbitrage financier traditionnel et l'arbitrage dans les offres publiques<sup>436</sup>.

**149.** La question de l'identification et de la gestion des risques liées à l'offre publique est l'élément central de l'arbitrage sur le risque de l'offre<sup>437</sup>. Ce sont ces risques qui viennent créer le *spread*, c'est à dire la différence de cours, entre le prix de l'offre et le prix de l'action, et c'est donc eux qui créent les opportunités d'arbitrage<sup>438</sup>. Les fonds doivent en effet constituer des positions qu'ils gardent en portefeuille pendant une longue période et qui peuvent se révéler extrêmement coûteuses si l'offre vient à échouer. L'échec d'une offre

<sup>433</sup> Dans le cadre des fonds activistes, ces derniers ne pourront les utiliser que lorsqu'ils connaîtront les deux parties à l'offre. Ils réaliseront alors un arbitrage financier.

<sup>434</sup> « *Une manne pour ces opérateurs dont la spécificité (...) consiste à profiter des écarts de valorisation entre le dernier cours coté d'une société cible et le prix offert par le prédateur. En achetant la première et en vendant la seconde avant que les parités soient alignées, les arbitragistes peuvent ainsi espérer dégager des marges beaucoup plus substantielles que dans les opérations de convergence mécanique* ». Option Finance, 6 septembre 1999, n°561, p.4.

<sup>435</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.467: « *L'arbitragistes va acheter des actions de la cible et vendre à découvert l'équivalent en actions de l'initiateur. A la fin de l'offre, il va échanger les actions de la cible qu'il a acquises and couvrir sa position à découvert par les actions qu'il aura reçu en échange. Son profit sera la différence de prix entre les deux titres* ».

<sup>436</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.467, p.468.

<sup>437</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.467, p.468.

<sup>438</sup> Une explication limpide de la stratégie d'arbitrage nous est fournie par Felix Rohatyn, ancien associé gérant de Lazard Frères & Co et reprise par William D. Collin, *The Last Tycoons, The secret history of Lazard Frères & Co*, Double day, 1ère édition, 2007, p.92 : « *Bien que très technique, il s'agit d'un concept et d'une execution ancienne et cela représente essentiellement l'investissement couvert à court terme de fonds avec d'importants niveaux de risqué et des resultants importants (...).L'exemple classique dans les marchés d'aujourd'hui est l'arbitrage d'une fusion entre deux sociétés dont les titres sont admis sur les marchés réglementés après l'annonce des parités d'échange. Théoriquement, dès lors qu'un titre doit être échangé à un ratio spécifique pour un autre titre, les deux valeurs doivent être identiques mais pour les raisons énumérées précédemment elles ne le sont pas* ». Ces différentes raisons sont : « *des changements abruptes dans les marchés actions et monétaires* » ; « *divers garanties et d'autres points dans le traité de fusion* » ; « *la position du gouvernement* » ; « *l'opposition des actionnaires* ». « *L'arbitrage est la volonté de prendre le risqué que la transaction va se réaliser et d'en profiter par la différence entre le marché actuel et la valeur ultime* ».

s'accompagne généralement d'une baisse extrêmement sensible, pour ne pas dire d'un effondrement, du cours de bourse de la société cible et d'une remontée de celui de l'initiateur. Il s'agit du mouvement exactement inverse que celui qui a été anticipé par l'investisseur en vendant à découvert. Le fonds est ainsi soumis au calendrier de l'offre, et notamment sa date de clôture, sur laquelle il n'a strictement aucun pouvoir d'influence. C'est cette qualité d'analyse du risque qui différenciera les arbitragistes entre eux. Relevons qu'elle nécessite des capacités d'analyses techniques précises et pointues constituant de véritables barrières à l'entrée de ce secteur.

**150. La multiplicité des risques.** Le cœur de cette stratégie d'arbitrage sur le risque résultera dans l'identification des risques pesant sur la réalisation de l'offre<sup>439</sup>. La prise en compte du risque passera en premier lieu par une appréciation de la société. Les arbitragistes porteront une grande attention à la répartition du capital ainsi qu'à la liquidité du titre sur le marché. La présence d'un actionnaire de référence ou de plusieurs actionnaires soutenant ou s'opposant au projet de rapprochement pourra les dissuader d'agir<sup>440</sup>. Les fonds arbitragistes seront plus enclins à agir dans une société dont le capital est liquide et dans les mains d'investisseurs institutionnels<sup>441</sup>. Si le titre de la société est propice à un arbitrage, l'investisseur devra aussi faire attention à l'affectation de son capital et ne pourra se permettre de neutraliser trop longtemps ce dernier sur une opération qui viendrait à s'éterniser et à l'issue incertaine. On peut répertorier différents risques majeurs dans une offre publique. Le premier sera de savoir si l'offre est hostile ou amicale. Si l'offre est amicale, et que ses termes et conditions sont acceptables, son risque d'échec sera plus limité que si l'offre n'était pas sollicitée ou rejetée par le conseil d'administration. De la même manière, la structuration de l'offre<sup>442</sup> et son prix seront des éléments absolument déterminants à prendre en compte dans l'analyse du risque d'échec de l'offre. Une offre sous valorisée sera rejetée par les actionnaires de la cible mais, à l'inverse, une offre survalorisée pourrait être empêchée par les

---

<sup>439</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1004.

<sup>440</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1008.

<sup>441</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid* 1978: "*Un arbitragistes préfère une société dans laquelle d'importants blocs d'actions résident dans les mains d'investisseurs institutionnels, étant donné que les investisseurs institutionnels sont prêts à vendre pour éviter de voir l'offre échouer*".

<sup>442</sup> Ben Branch et Taewon Yang, *Merger deal structures and investment strategies*, Winter 2006, p.10: "*Le choix effectué entre différences structurations du deal peut donner des informations intéressantes concernant la santé de la société initiatrice et/ou la société, le niveau de protection de la valeur pour les actionnaires de la cible et les chances de réussite de la fusion. Ce choix peut influencer les mouvement de prix de l'action et potentiellement la performance de divers stratégies d'investissement dont l'objet est de réaliser des profits avec l'arbitrage pendant la période d'offre, particulièrement avec les stratégies d'arbitrage sur le risque*".

actionnaires de l'initiateur<sup>443</sup>. Un autre obstacle majeur résultera de la nécessité d'obtenir l'accord des autorités de concurrence qui peuvent sérieusement compliquer la réalisation d'une offre<sup>444</sup>. L'appréhension des risques résultant d'un tel accord ne sera pas aisée pour un arbitragiste. Si l'analyse concurrentielle peut paraître simple sur certaines opérations, elle peut se révéler plus compliquée sur la question de savoir quels actifs devront éventuellement être cédés<sup>445</sup>. De plus la décision du régulateur est parfois difficile à anticiper. Ce fût notamment le cas avec le projet de fusion entre NYSE Euronext et Deutsche Börse qui fût refusé par la commission européenne après une longue période de doute<sup>446</sup>. Il peut en aller de même si une autorisation administrative est nécessaire car il s'agit d'un investissement stratégique étranger<sup>447</sup>. D'autres éléments doivent aussi rentrer en compte. On peut estimer qu'une intervention politique peut venir compliquer le processus d'offre et même parfois le faire avorter ou échouer<sup>448</sup>. En plus de ces risques tenant aux conditions mêmes de l'offre, il faut aussi citer le risque tenant à la durée de cette dernière. Plus l'offre durera longtemps et plus le risque d'échec sera élevé du fait de l'ensemble des événements pouvant se produire la faire échouer. In fine, ces risques tiendront soit aux conditions de l'offre, soit au temps écoulé entre son annonce et le règlement livraison.

## **2. L'arbitrage dans les offres publiques**

**151.** Les offres publiques procurent des opportunités spécifiques d'arbitrage que pourront exploiter les investisseurs arbitragistes. Ces opportunités ne sont pas forcément présentes dans les autres opérations financières et rendent l'arbitrage dans ces offres particulièrement attractif (a). Les actionnaires arbitragistes auront une fonction économique dans le cadre des offres, en venant créer un marché spécifique pour les actionnaires souhaitant céder leurs titres, mais généreront aussi certains risques (b).

---

<sup>443</sup> Ce fût le cas lorsque les actionnaires de Prudential s'opposèrent au rachat de AIA, société regroupant les activités Britanniques de AIG, <http://www.guardian.co.uk/business/2010/jun/01/prudential-aig-takeover-timeline>, lien consulté le 13 novembre 2012.

<sup>444</sup> Infra n°490.

<sup>445</sup> Ce fût notamment le cas avec la Commission Européenne lors de la fusion GDF-Suez : Commission Européenne, Concentrations, la commission autorise la fusion de Gaz de France et de Suez, sous réserves de certaines conditions, 14 novembre 2006, IP/06/1558.

<sup>446</sup> Voir ainsi : [http://www.lemonde.fr/economie/article/2012/02/01/la-fusion-entre-nyse-euronext-et-deutsche-borse-rejetee-par-bruxelles\\_1637170\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2012/02/01/la-fusion-entre-nyse-euronext-et-deutsche-borse-rejetee-par-bruxelles_1637170_3234.html). Lien consulté le 13 novembre 2012.

<sup>447</sup> Voir infra n°523.

<sup>448</sup> Il s'agit notamment du rôle attribué au gouvernement Allemand dans le projet de fusion entre BAE et EADS. State Capitalism, Big brother is back, The Economist, 3 novembre 2012, p.55.

## a. Les possibilités d'arbitrage.

**152. L'arbitrage dans les offres publiques d'achat.** Les actionnaires peuvent effectuer un arbitrage financier dans les offres publiques d'achat, où la contrepartie proposée est en espèces. Cette situation est structurellement intéressante étant donné que l'offre consistera en une prime, au-dessus du cours de bourse actuel, et payée en espèces<sup>449</sup>. Cette prime peut être extrêmement significative. Une étude<sup>450</sup> a ainsi démontré que si l'actionnaire constituait une participation entre 30 et 90 jours avant l'annonce de l'offre, il pourrait se voir proposer une prime de l'ordre de 41% par rapport au prix d'achat des titres. Une fois l'offre annoncée, la prime ne sera plus que de 5 à 15%, sans prendre en compte une éventuelle surenchère<sup>451</sup>. Une question fondamentale, également abordée dans cette étude, était le risque de ce genre d'opération. Le fait que l'initiateur propose des espèces viendra nécessairement réduire ce dernier. Les actionnaires de la société cible seront moins enclins à refuser une offre, si elle est correctement valorisée, dès lors ils n'auront aucun risque quant à l'évaluation de la contrepartie qui leur est offerte. L'étude révèle ainsi que le taux de succès de ces opérations serait de l'ordre de 87%. Comme dans toutes les opérations la difficulté résidera cependant dans l'anticipation de l'offre pour prendre position le plus tôt possible et ainsi maximiser la plus value. Les *hedge funds* (et l'ensemble des autres actionnaires arbitragistes) feront généralement une analyse en profondeur des entreprises pouvant faire l'objet d'une tentative de rachat et prendront des positions dans celles pour lesquelles la probabilité de rachat est élevée<sup>452</sup>. Relevons à cette fin que l'arbitrage pourra être plus aisé dans le cadre des offres publiques de retrait. Ces dernières peuvent être anticipées. Il existe en effet des cas où l'offre de retrait sera obligatoire, tout comme le lancement d'une offre publique<sup>453</sup>. Si la société est contrôlée à plus de 95%, un minoritaire pourra demander le dépôt d'une offre publique de retrait<sup>454</sup>. Il en va de même si une société dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé est transformée en société en commandite par actions<sup>455</sup> ou encore lorsque

---

<sup>449</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.467: "L'arbitragiste est (...) assez actif dans les offres en espèce car la société initiatrice offre généralement un premium au dessus du cours de bourse des actions, donnant ainsi un équivalent alternatif et profitable".

<sup>450</sup> Keith M. Moore, Gene C. Lai and Henry R. Oppenheimer, The behavior of risk arbitrageurs in mergers and acquisitions, *The journal of alternative investments*, Summer 2006, p.19.

<sup>451</sup> Les auteurs estiment que cette diminution de la prime est due aux opérations d'initiées, illégales, intervenant avant l'annonce de l'offre ainsi qu'aux anticipations éventuellement effectuées par le marché.

<sup>452</sup> Entretien de l'auteur avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan London en date du 21 novembre 2011.

<sup>453</sup> Article 234-1 et suivants RGAMF.

<sup>454</sup> Article 236-1 et suivants RGAMF.

<sup>455</sup> Article 236-5 RGAMF.

l'actionnaire majoritaire vient changer en profondeur la consistance économique de la société<sup>456</sup>. L'ensemble de ces dispositions visent à ce que les actionnaires minoritaires ne se voient pas imposer un changement majeur dans leur investissement sans avoir la possibilité d'en sortir et d'être indemnisés. Les investisseurs pratiquant l'arbitrage pourront avoir une stratégie proactive d'anticipation de ces opérations et aussi chercher à les déclencher lorsque les conditions seront réunies. C'est ce qui se passa lors de l'affaire Gecina où des *hedge funds* arbitragistes prirent position au capital suite à l'analyse d'un grand cabinet de la place qui concluait à l'obligation qu'avait le concert de contrôle de lancer une offre publique de retrait. Il en est allé de même lors de l'offre publique obligatoire qu'avait été obligé de lancer Sacyr sur Eiffage, des *hedge funds* ayant cette fois joué un rôle plus proactif en envoyant un mémoire à l'AMF démontrant la nécessité d'obliger l'entreprise espagnol à déposer une telle offre de retrait. Les *hedge funds* arbitragistes communiqueront d'ailleurs beaucoup entre eux pour évaluer les différentes opérations et partager leurs analyses.

**153. L'arbitrage dans les offres publiques d'échange.** L'arbitrage dans le cadre des offres publiques d'échange apparaît plus compliqué mais est aussi possible<sup>457</sup>. L'offre a théoriquement plus de chance d'échouer étant donné que les actionnaires se verront proposer un titre financier, généralement une action de la société initiatrice de l'offre (mais ce peut être aussi une obligation ou tout autre titre), dont la valeur est sujette à fluctuation. Cependant, les mêmes remarques concernant les dépôts d'offre obligatoires sont applicables, rien ne s'opposant à ce que l'offre obligatoire soit une offre d'échange de titres, et ce contrairement au droit anglais<sup>458</sup>. Le risque des offres publiques d'échange est donc accentué<sup>459</sup> par la question de la valorisation des titres proposés mais aussi par le fait que cela nécessitera généralement une augmentation de capital qui devra être approuvée par les actionnaires de

---

<sup>456</sup> Article 236-6 RGAMF : « *La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce informent l'AMF : 1° Lorsqu'elles se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés ; 2° Lorsqu'elles décident le principe de la fusion de cette société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital. L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait. Le projet d'offre, qui ne peut comporter de condition minimale, est libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme* ».

<sup>457</sup> Stanley Block, Merger arbitrage hedge funds, Journal of applied finance, Spring/summer 2006, p.90.

<sup>458</sup> Le Takeover Code exige ainsi qu'une offre publique obligatoire comporte une alternative en numéraire. Rule 9.5 of the Takeover Code : « *Une offre faite sous la Règle 9 doit, dans le respect de chaque class d'actions impliquées, être accompagnée par une alternative en espèce (...)* ».

<sup>459</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1009.

l'initiateur de l'offre, en assemblée générale extraordinaire<sup>460</sup>. Une offre d'échange, du fait de ces contraintes, sera donc plus longue<sup>461</sup> et comportera plus d'obstacles, ses risques seront donc plus élevés<sup>462</sup>. Pour conclure, nous citerons le témoignage d'un gérant<sup>463</sup> de *hedge fund* sur un arbitrage réalisé dans le cadre de l'offre publique d'échange initiée par Vivendi sur les titres Seagram : « *Il y avait beaucoup d'incertitudes sur la réalisation de cette opération. Nous avons parlé au management des deux groupes, fait travailler des avocats, passé des semaines à étudier le dossier. Finalement, nous avons parié que le deal se ferait. Nous avons acheté des actions Seagram et vendu à découvert des actions Vivendi. Nous aurions perdu beaucoup d'argent si l'opération ne s'était pas faite car l'action Vivendi aurait beaucoup monté. Le fait que le marché monte ou baisse n'avait aucune importance. Ce qui en avait, c'était que l'opération se fasse* »<sup>464</sup>. L'arbitrage financier est donc envisageable à la fois dans les offres publiques d'achat et les offres publiques d'échange, même s'il apparaît plus risqué dans ces dernières.

#### b. Le rôle des investisseurs arbitragistes.

**154. La fonction économique.** Les investisseurs pratiquant l'arbitrage sur le risque ont une fonction économique essentielle dans les offres publiques. Ils sont en mesure d'évaluer les risques liés à l'offre et probablement les mieux à même de porter ce risque. Ils vont ainsi offrir une alternative aux actionnaires minoritaires en créant un marché pour que ces derniers puissent vendre leurs titres<sup>465</sup>. Ces derniers pourront vendre leurs titres à ces fonds et profiter d'une partie de la prime offerte par l'initiateur de l'offre sans avoir à en porter le risque d'échec. La doctrine s'accorde sur le point que ce marché créé par les arbitragistes représente un effet d'aubaine pour les actionnaires de la société cible<sup>466</sup>. Cette

---

<sup>460</sup> Article L.225-129 C. com.

<sup>461</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.469: “*Les arbitragistes considèrent généralement les offres d'échange plus risquées que les offres en espèce. L'enregistrement des actions nouvellement émises vient éliminer tout élément de surprise et augmenter la période de temps entre l'annonce de l'offre et la date de réalisation de l'opération*”.

<sup>462</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1009.

<sup>463</sup> Il s'agit de Monsieur Oppetit, gérant du *hedge fund* Centaurus Capital : <http://www.centaurus-capital.com/>.

<sup>464</sup> Nathalie Brafman, Le financier surf sur le grand bluff, L'expansion, le 15 février 2001.

<sup>465</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.471.

<sup>466</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1030: “*Clairement, plusieurs actionnaires de la société cible reçoivent des prémisses importants lorsqu'ils vendent à des arbitragistes. Ces prémisses consistent dans la part du prix reçu par l'actionnaire qui résulte du surprix dans un marché inefficace, ou, dit de manière alternative, consiste dans*”.

porte de sortie et cette possibilité donnée de ne pas avoir à assumer le risque d'échec de l'offre publique permet aux actionnaires minoritaires de vendre leurs titres et de dégager un profit qui pourra ensuite être réinvesti<sup>467</sup>. Les arbitragistes offrent donc une porte de sortie aux actionnaires minoritaires qui ne souhaitent pas forcément porter le risque de l'offre<sup>468</sup>. De manière plus générale ils viennent augmenter la liquidité de la demande sur le marché lors de l'offre publique. Cette fonction est donc extrêmement positive car elle va permettre aux minoritaires de ne pas rester enfermés dans le processus d'offre. A l'inverse, on est quasiment certains que les actionnaires présents au moment du lancement de l'offre ne seront pas ceux qui décideront de son issue. Les arbitragistes vont porter le risque pour les actionnaires minoritaires. En jouant ce rôle ils vont aider à maintenir la confiance dans le marché<sup>469</sup>. La forte demande de vente pour ne pas assumer le risque de l'offre va trouver une contrepartie avec ces fonds. Dès lors, les investisseurs garderont confiance dans le marché car, en cas d'offre publique, ils ne devront pas supporter un risque dont ils ne veulent pas et pourront vendre leurs titres. De la même manière, ces fonds n'attendront généralement pas le règlement livraison avec leurs titres et chercheront à les céder avant. Ils apporteront aussi de la liquidité sur le titre à un moment où la plupart des investisseurs ne seront plus vendeurs et attendront de recevoir la contrepartie. Ces apports en liquidité seront, selon nous, les principaux éléments positifs découlant de l'intervention des fonds arbitragistes. Relevons que cet avantage est propre à l'arbitrage sur le risque et non aux *hedge funds* en particulier. L'activité découlera donc de la nature économique de l'arbitrage et non de la qualité des investisseurs pratiquant cet arbitrage. On relèvera enfin qu'il est peu probable que les banques d'investissement soient capables d'apporter la totalité de la liquidité souhaitée. Les *hedge funds* permettront donc sûrement d'assurer cette liquidité pour la totalité des investisseurs.

---

*l'augmentation du prix du marché attribuable à la diminution du risque du fait de la participation des arbitragistes à l'offre*".

<sup>467</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1011: "Il est généralement tenu que depuis que les arbitragistes sont plus à même d'apprécier les risques et de les maîtriser que l'actionnaire moyen, et sont en mesure de maîtriser les risques en retour pour la possibilité d'un profit plus important, ils doivent être libre de faire cela. L'arbitragiste donne à l'investisseur une alternative moins risqué pour apporter ou détenir ses actions, donnant à l'actionnaire l'option de vendre son titre avec un gain sur le marché et de réinvestir ses capitaux à un autre endroit. Depuis ce point au moins, l'arbitragiste assume le risque de contentieux, de retard de l'offre, ainsi que de réussite. L'existence d'une option de vente sur le marché dans les mains des arbitragistes protégé les actionnaires de la société cible contre un rationnement dans le cas où plus d'actions seraient apportées à l'offre que l'offre ne peut en accepter [il s'agit alors du cas d'une offre partielle]".

<sup>468</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, 1011: "En créant un marché pour des actions de la société cible, les arbitragistes donne à la société cible l'opportunité d'éviter les risques de posséder des actions dont la valeur diminue sur le marché, cette action pouvant rapidement devenir invendable et perdre sa liquidité".

<sup>469</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.473.

**155.** Ces fonds enverraient un signal important au marché. Un auteur relève ainsi que s'ils sont présents au capital d'une société pendant une offre cela enverra un signal positif au marché sur l'issue de cette dernière<sup>470</sup>. Ce signal semble pourtant être difficile à percevoir étant donné que les fonds auront une présence discrète lors des offres publiques. Cette présence pourra difficilement être décelée et ils n'ont pas pour habitude, contrairement aux fonds activistes, d'annoncer avec force leur arrivée au capital d'une société et encore moins de déclarer les franchissements de seuils<sup>471</sup>. Le seul moyen de les identifier serait l'étude des variations de cours mais cela permettrait plus d'établir une supposition que d'avoir une certitude quant à leur présence. Les investisseurs arbitragistes auront donc des effets positifs dans le cadre des offres publiques, principalement en assurant une bonne liquidité du titre visé. Ils viennent cependant poser des risques importants, que ce soit pour le marché ou pour eux-mêmes.

**156. Les risques.** En premier lieu, on peut se demander si la pratique des arbitragistes dans les offres publiques ne peut pas créer un risque pour le marché. Ce reproche du risque est généralement adressé aux *hedge funds* et s'est concrétisé pour certains d'entre eux de manière spectaculaire<sup>472</sup>. Si le rôle des *hedge funds* peut être fortement critiqué sur le marché monétaire et obligataire, il semble que ce soit différent en ce qui concerne le marché action. Il ne semble pas qu'ils viennent créer des déséquilibres pouvant fortement impacter le marché en période d'offre publique. Leur rôle n'est pas neutre pour autant. Leurs entrées massives au capital de l'émetteur, devenu cible, créent généralement des mouvements de grande ampleur sur ce dernier. Il en va de même lorsqu'ils se désengagent de leurs participations. De la même manière, leurs prises de positions avec des ventes à découvert auront une influence certaine sur le titre de l'émetteur concerné. Il en découlera aussi des fluctuations sur plusieurs autres indicateurs comme le coût de l'emprunt des titres. L'ensemble de ces mouvements ne semble cependant pas être d'une ampleur suffisante pour pouvoir accuser les *hedge funds* d'augmenter les risques et de déstabiliser le marché en période d'offre publique.

**157.** A l'inverse, les risques pour les *hedge funds* arbitragistes sont réels et nombreux. Ils doivent faire face à des risques spécifiques pendant les offres publiques<sup>473</sup>. Nous les avons

---

<sup>470</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.473.

<sup>471</sup> Entretien avec Hubert Segain, Avocat Associé, Herbert Smith LLP, 17 juillet 2012.

<sup>472</sup> On pense notamment à la faillite du fonds LTCM agissant sur le marché monétaire. Ce fonds ne pratiquait cependant pas l'arbitrage financier.

<sup>473</sup> Option Finance, n°561, 6 septembre 1999, p.5

déjà répertoriés<sup>474</sup>, il s'agit de l'ensemble des risques pouvant conduire l'offre à ne pas réussir. Si le fonds avait spéculé à l'inverse de l'issue de l'offre, les pertes subies peuvent s'avérer dramatiques. Le mécanisme de la vente à découvert viendra amplifier ce phénomène<sup>475</sup> pour deux raisons. En premier lieu, la livraison des titres ou le paiement de la prime ne sera pas effectué, l'arbitragiste devra alors acheter ses titres lui-même sur le marché. Ensuite, il aura spéculé à la hausse sur le titre de la société cible. Or, le prix de cette dernière, en cas d'échec de l'offre, aura fortement baissé. Le fonds se retrouvera donc dans l'obligation de racheter le titre à un prix largement supérieur à son cours réel. Si la position qu'il avait prise est importante, cela peut aller jusqu'à menacer la pérennité même du fonds. Si le crédit du fonds auprès des investisseurs est entamé suite à une perte importante dans une telle opération, ce dernier peut être conduit à fermer boutique. Or, un gérant, aussi talentueux soit-il, ne peut jamais être en mesure d'avoir anticipé l'ensemble des risques découlant du processus d'offre. En définitive, à défaut de peser sur le marché, le risque pèsera principalement sur les *hedge funds* eux-mêmes, sans que sa réalisation ne puisse mettre en danger l'émetteur ou ses actionnaires.

## **B. L'arbitrage : un comportement autonome.**

**158.** L'arbitrage financier lors des offres publiques suscite l'intérêt car il apparaît totalement autonome des autres comportements. Il n'est ainsi rattaché à aucun acteur de référence, même si certains, se concentrant sur cette stratégie, peuvent provoquer une assimilation entre leurs structures juridiques et cette pratique. L'arbitrage financier est une stratégie à part, partagée par un grand nombre d'acteurs et spécifique. Elle repose notamment sur une faible durée de présence au capital et sur une analyse financière extrêmement poussée de la situation, plus que de la société et notamment de ses perspectives à long-terme. Ce comportement actionnarial comprend donc des particularités spécifiques qu'il nous convient de mettre en lumière car elles viennent clairement le différencier (1). Ce comportement se

---

<sup>474</sup> Voir Supra n°147.

<sup>475</sup> Stanley Block, *Ibid*, p.95: "En prenant une position à l'achat dans la société cible et à la vente (ou à découvert) dans l'initiateur, la différence de prix peut potentiellement être verouillée par l'arbitrage. L'écart peut varier normalement entre 5 et 10% entre le point d'annonce et la résolution de l'opération. L'arbitrage n'est pas parfait car la fusion peut toujours échouer, créant des pertes importantes pouvant découler des positions à l'achat sur les titres de la société cible".

distingue aussi d'autres stratégies, comme l'activisme, mais aussi du comportement général de l'ensemble des investisseurs sur les marchés financiers (2).

### **1. Les particularités de l'arbitrage financier.**

**159.** L'arbitrage financier se distingue des autres stratégies suivies par les actionnaires. Il comporte effectivement des éléments particuliers lui conférant une identité propre (a). L'arbitrage se distingue comme un comportement spécifique car il est aussi partagé par une multitude d'acteurs sur le marché, même si certains en font une stratégie à part entière à l'exclusion de toute autre (b).

#### **a. Un comportement particulier.**

**160. La période de présence au capital.** Le comportement des actionnaires pratiquant l'arbitrage financier sera en premier marqué par la période de leur présence au capital de la société cible. Il s'agit probablement de leur marque distinctive spécifique. Les actionnaires pratiquant l'arbitrage financier ne vont jouer que sur l'écart de cours créé lors de l'offre publique. Ils ne vont donc s'intéresser à la société uniquement durant la période pendant laquelle cet écart de cours existera. En définitive, ils ne seront présents au capital de cette dernière qu'au moment de l'annonce de l'offre publique jusqu'à la fin de cette dernière. Il s'agit donc d'une présence brève et qui ne s'inscrit clairement pas sur la durée. C'est d'ailleurs la brièveté de cette présence au capital qui donne à certains des idées pour mettre en place une meilleure régulation des assemblées générales en période d'offre publique avec la résurrection des clauses de stage<sup>476</sup>. Cette brièveté de la présence au capital est visible étant donné qu'il s'agit de l'un des éléments perceptible et mesurable permettant de différencier l'arbitrage financier du reste des autres comportements. On peut s'interroger sur la pertinence de cet élément. Peut être que d'autres indices, ou éléments constitutifs, de ce comportement permettent une identification plus spécifique mais apparaissent comme étant moins

---

<sup>476</sup> Infra n°707 et suivants. Pour neutraliser les actionnaires pratiquant l'arbitrage financier, une partie de la doctrine propose effectivement d'imposer une certaine période de détention avant l'assemblée générale pour conférer le droit de vote lors de cette dernière.

mesurable. On peut notamment penser aux montants investis par rapport au capital détenu ou encore aux véhicules juridiques utilisés pour de telles opérations.

**161.** Cette durée de l'investissement apparaît comme un élément d'identification particulièrement important. Tout d'abord, la durée de cet investissement dépendra de la durée de l'opération financière en cause. Elle sera nécessairement brève mais ne sera pas préalablement définie. Elle sera motivée, non par une vision de la durée d'investissement dans une société en fonction du retour sur investissement attendu, mais par un investissement spécifique dans une société à un moment donné. C'est bien l'opération financière qui crée l'investissement et qui en déterminera la durée. Cela constitue un élément de différenciation par rapport à l'ensemble des autres investisseurs qui montent au capital d'une société pour des raisons intrinsèques à la société. Surtout, la durée de leur présence au capital sera la traduction de leur vision du développement de la société à moyen ou long terme et de leurs impératifs de rendement. Les arbitragistes ne réagissent pas comme le reste des investisseurs et se différencient par cette attitude. Ils ne seront pas les seuls à adopter une durée d'investissement de court-terme. D'autres investisseurs, et notamment les automates, auront des durées d'investissement identiques ou même largement moindres. Il n'en reste pas moins que cet élément est fondamental dans la caractérisation de ce comportement étant donné qu'il viendra le différencier de autres actionnaires ayant une vision d'investissement de plus long-terme. L'actionnaire arbitragiste, du fait de cette durée d'investissement, s'apparente plus ou moins à l'archétype du spéculateur ne portant que très peu, voir pas du tout, d'intérêt pour la société dans laquelle il a investi.

**162. Un intérêt pour l'offre et non pour la société ?** Les arbitragistes témoignent d'un intérêt unique pour l'offre publique qui est lancée et pour l'écart de cours qu'elle crée. C'est cette seule opération financière, et ses caractéristiques propres, qui les intéressent. On peut se demander si l'un des traits caractéristique de l'arbitrage financier n'est pas d'avoir une vision minimaliste de la société. Cette dernière serait plus considérée comme étant le sous-jacent du titre financier qu'est l'action plus que comme étant une société dont l'actionnaire a pleinement conscience d'être membre du contrat social. Il s'agit d'une certaine forme de désincarnation de cette dernière. L'arbitragiste ne prête que peu d'attention à ce que représente réellement la société. Il prendra en compte certaines informations fondamentales comme les perspectives de développement des activités, l'environnement macroéconomique, la stratégie économique, ... mais plus pour mesurer les risques d'échec de l'offre que pour se préoccuper de ces perspectives développements à long-terme. Cet actionnaire de court-terme

prêtera une certaine attention à la société mais toujours avec ce prisme du calcul de l'échec de l'offre publique. Il s'agit d'une vision purement financière de l'entité économique que représente la société.

**163.** Il existe une certaine tendance à fortement critiquer cette vision purement financière après la crise financière. Cette tendance tend même à englober tout investissement financier comme ayant une vision purement financière et paraît donc fortement déconnectée de la réalité. En l'espèce ce n'est pas tant la vision financière de l'investissement qui est particulière mais la tendance à totalement déconnecter l'action de la société dont elle représente une partie du capital. Ici encore cette caractéristique n'est pas propre à l'arbitrage financier. On peut même considérer que ce comportement consacre beaucoup d'importance à la société dans laquelle le fonds investit contrairement à d'autres, comme le *trading* haute fréquence. L'arbitrage peut même passer pour une activité saine vu la part que représente le *trading* algorithmique dans les marchés financiers<sup>477</sup>. Le fait qu'ils ne soient pas les seuls à pratiquer cette méthode de transaction n'empêche pas qu'il s'agit de l'un des éléments déterminant de l'arbitrage financier étant donné que la très grande majorité des autres gérants investiront dans des sociétés en fonction de ses fondamentaux. Ils s'intéresseront donc à la société.

#### b. Un comportement généralisé à l'ensemble des acteurs.

**164. Un comportement adoptable par tout acteur.** L'une des particularités de l'arbitrage financier est aussi d'être un comportement qui peut être adopté par tout acteur des marchés financiers. Tout investisseur, quel que soit sa taille et son niveau de professionnalisme, peut pratiquer l'arbitrage financier dans les offres publiques. La seule différence entre ces comportements, mais elle sera importante, tiendra dans les montants investis pour mener à bien cette stratégie et le niveau de sophistication de cette dernière. Il apparaît évident qu'un actionnaire particulier n'aura pas recours aux mécanismes des ventes à découvert ou aux produits dérivés. En tout état de cause, le fait que tout investisseur puisse pratiquer l'arbitrage financier est aussi un élément caractéristique de ce comportement. A

---

<sup>477</sup> Les échanges générés par le trading haute fréquence représentent environ 24% des échanges totaux effectués sur le London Stock Exchange. The Kay Review of UK Equity markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012, 5.5

l'inverse, par exemple, tout investisseur ne peut pas pratiquer l'activisme actionnarial ce dernier demandant des moyens plus importants que le simple arbitrage. Cette universalité de ce comportement est aussi l'un des éléments caractéristique de l'arbitrage financier. C'est pourquoi ce comportement est difficile à appréhender. Il n'est pas possible de le rattacher à un acteur en particulier. Dès lors, toute tentative de classification en partant de la caractéristique juridique du véhicule d'investissement paraît vouée à l'échec.

**165. Arbitrage et arbitragistes.** L'une des particularités de l'arbitrage financier est que, tout comme l'activisme, ce comportement a donné son nom aux actionnaires pratiquant cette stratégie. Tout actionnaire pratiquant l'arbitrage ne peut pas pour autant être qualifié d'arbitragiste. Un arbitragiste sera un actionnaire adoptant cette stratégie d'arbitrage financier pendant les offres publiques de manière habituelle. Il pourra même se spécialiser dans cette stratégie et la vendre à des investisseurs en leur proposant d'investir dans un fonds spécialisé dans cette stratégie. Un arbitragiste pourra être un investisseur qui prend des participations pour son propre compte ou pour le compte de son employeur, comme une banque d'investissement. L'arbitrage financier apparaît donc comme étant un comportement qui peut venir caractériser les investisseurs qui le pratiquent. Il s'agit ici aussi d'un élément d'identification de ce comportement.

## **2. Les différences avec les acteurs du marché.**

**166.** L'arbitrage se distingue essentiellement de l'activisme étant donné que l'actionnaire arbitragiste ne cherchera guère à faire évoluer la stratégie de la société mais la frontière n'est pas forcément aisée à tracer (a). L'arbitrage financier pendant les offres publiques est un comportement à part qui peut néanmoins être adopté par un grand nombre d'acteurs. Il n'est pas réservé à certains acteurs spécifiquement définis (b).

### a. Les éléments généraux de différenciation avec l'activisme.

**167. Les éléments généraux de différenciation.** La principale différence entre les activistes et arbitragistes tient avant tout à la durée de leur investissement, c'est-à-dire la durée de leur présence au capital de la société. Mettre en place une campagne activiste pour influencer sur une offre ou créer cette dernière nécessite du temps, au moins plusieurs mois. Les exemples que nous avons étudiés le démontrent parfaitement<sup>478</sup>. Les activistes vont avoir besoin de temps pour, à minima mener un dialogue constructif avec les dirigeants de la société. Si ces derniers sont hostiles aux propositions formulées par le fonds et que l'opposition se déplace en assemblée générale, voir en *proxy fight*, la durée de la campagne prendra encore plus de temps. A l'inverse, pour les actionnaires arbitragistes, la présence au capital sera limitée. Ils ne détiendront une participation dans la société que le temps strictement nécessaire à la réalisation de l'arbitrage financier sur l'écart de cours. Ils rentreront au capital lors de l'annonce de l'offre, ou des premières rumeurs sérieuses, et vendront dès que l'offre sera finalisée, sans pour autant attendre le règlement-livraison. Les périodes de présence au capital de ces fonds sont donc fondamentalement différentes. Certains seront présents sur une période longue avec la volonté d'influer sur la stratégie de la société à travers leur intervention pendant l'offre, les autres ne seront présents que le temps strictement nécessaire à la réalisation de leur plus-value. Cette durée de la présence au capital est très révélatrice, elle met en lumière une différence fondamentale entre ces deux types de stratégie financière. A l'heure à laquelle l'Europe estime que les actionnaires ne s'investissent pas assez dans le contrôle des sociétés<sup>479</sup>, c'est bien ce critère de l'engagement actionnarial qui nous semble tracer la plus grande différence entre ces deux types d'actionnaires. Les activistes seront pleinement investis dans cette question du contrôle des dirigeants et de la société. Leurs prises de position, lors d'une offre publique, seront dictées par une analyse de la stratégie de la société et par l'effet bénéfique, ou non, d'une telle offre. Ils seront pleinement engagés dans le processus de l'offre et, leur contestation, ou leur approbation, se fera sur des questions de valorisation mais aussi de stratégies financières et commerciales des sociétés. Généralement, ils déploieront un argumentaire composé de plusieurs points différents, tenant à la fois à la valorisation de l'offre mais aussi à des considérations stratégiques. Leurs décisions et leurs positions prennent donc en compte les éléments transmis

---

<sup>478</sup> On peut considérer que les affaires ABN AMRO (supra n°103 et suivants) et Deutsche Börse (supra n°111 et suivants) représentent les durées moyennes pour une campagne activiste de cette importance.

<sup>479</sup> Infra n°330.

par la société au marché. A l'inverse, les arbitragistes ne vont pas s'impliquer dans le contrôle de la société et de ses dirigeants. Relevons tout d'abord qu'ils pourront constituer leur position uniquement avec des produits dérivés ou en recourant au mécanisme de la vente à découvert. Dans ce cas, ils ne détiendront aucun titre de capital de la société, ils seront dans l'impossibilité de contrôler les dirigeants et la société. De plus, même s'ils détenaient des actions de la société, et étaient en mesure d'effectuer le contrôle, rien ne semble indiquer qu'ils l'exerceraient vraiment. Ils n'ont aucun intérêt à s'impliquer dans ce contrôle, comme nous allons le démontrer<sup>480</sup>. Dès lors, la distinction fondamentale entre ces deux types de gestion tiendra dans leur implication dans le contrôle des dirigeants et la surveillance de la gouvernance de la société. Plus avant, cela tiendra à l'intérêt qu'ils portent à la société elle-même, à sa valorisation, mais aussi à sa stratégie. Cette distinction va se retrouver dans les critères que ces fonds prennent en compte pour accepter ou refuser l'offre sur les titres de la société.

**168.** L'autre différenciation majeure tiendra aux critères pris en compte pour choisir ou refuser l'offre faite aux actionnaires de la société. Les deux stratégies seront motivées par la volonté de réaliser un profit, le niveau de valorisation de la société sera donc le critère central et déterminant en tout état de cause. Si une offre sous-valorise la société, les arbitragistes resteront à l'écart ou prendront position contre cette offre en cherchant à maintenir le prix de l'action au-dessus du prix de l'offre afin de provoquer une surenchère. De même, en cas de sous-valorisation de l'offre, cela représente une très bonne opportunité pour un activiste pour rentrer au capital de la société et publiquement s'opposer à l'offre. Il forcera ainsi généralement l'initiateur à relever son offre ou à abandonner son projet. A l'inverse, si le niveau de valorisation est pertinent et si l'offre a de bonnes chances d'aboutir, les arbitragistes rentreront au capital et s'en tiendront à ces critères. Il nous semble que les activistes doivent aller plus loin. Pour favoriser la réussite d'une offre, ou s'y opposer, ils doivent forcément communiquer au marché. Pour être crédibles, ils devront communiquer une analyse, à la fois financière et stratégique de l'offre et de ses conséquences. Dans cette situation, il apparaît que les activistes prendront plus de soin à analyser l'ensemble de l'information disponible et transmise par l'initiateur et l'émetteur dont les titres sont ciblés par l'offre. Leur opinion sur l'offre, transmise au marché, sera donc plus éclairée que celle des arbitragistes. En effet, se prononcer en faveur d'une offre, ou au contraire s'y opposer, sans raisons pertinentes entachera fortement la crédibilité du fonds, et donc sa capacité d'influencer les marchés dans

---

<sup>480</sup> Infra n°337.

un sens ou dans l'autre. Cette différenciation n'est cependant pas toujours vraie. Un actionnaire activiste pourra simplement chercher à réaliser une plus-value sans pour autant communiquer aux marchés, tout comme les arbitragistes il ne jouera que sur l'écart de cours. Il apparaît dès lors difficile de dire que ces faits soient clairement un marqueur de différenciation entre ces deux stratégies. A l'inverse, ce contre-argument doit être relativisé. Un arbitragiste ne prendra position au capital de la société qu'en se fondant sur des considérations liées à l'offre. Il en va différemment pour un activiste. Ce dernier rentrera généralement en amont de l'offre au capital de la société après avoir analysé l'information disponible sur cette dernière. L'opération de TCI sur ABN AMRO en fournit ainsi un très bon exemple<sup>481</sup>. La prise de participation sera dès lors plus mûrie et pensée que celle d'un arbitragiste. Il semble donc possible de distinguer ici un critère de distinction entre ces deux stratégies, c'est-à-dire la réalisation d'une campagne activiste ou la simple réalisation d'un arbitrage financier à la faveur de l'offre publique.

**169. Les éléments brouillant la différenciation.** Il est intéressant de relever que ces actionnaires, qu'ils soient arbitragistes ou activistes, utilisent généralement les mêmes mécanismes financiers. Ils auront tous deux recours à la vente à découvert et aux produits dérivés. Cela tient au fait qu'in fine, ils partagent le même objectif, c'est-à-dire réaliser une plus-value à l'occasion de l'offre publique. De la même manière, ils vont aussi prendre des positions de nature similaire en fonction de l'offre et de l'issue anticipée. Nous avons démontré que ces fonds adopteront des positions généralement analogues quant au déroulement de l'offre, c'est-à-dire en cherchant à favoriser sa réussite si le niveau de valorisation convient, mais aussi en s'y opposant dans les autres cas. Les points communs apparaissent donc multiples entre ces deux types de stratégie et tiennent principalement au fait que ces deux catégories de fonds partagent le même intérêt financier dans le mécanisme de l'offre.

**170.** Il apparaît donc délicat et trop ambitieux de chercher à tracer une claire différenciation entre ces deux types d'actionnaires. Cette distinction nous paraît extrêmement compliquée à tracer. Le comportement de certains fonds qui iront adopter tout ou partie de la stratégie de l'autre catégorie vient brouiller tout critère de différenciation. Ces critères financiers peuvent être utilement employés pour identifier des stratégies différentes mais ils paraissent inappropriés pour qualifier juridiquement une catégorie de fonds et une autre. Au

---

<sup>481</sup> Supra n°103 et suivants.

surplus, souvenons nous que ces différenciations ne sont qu'économiques. Le législateur étant dans l'incapacité de donner une définition juridique du *hedge fund*<sup>482</sup>, il paraît aussi compliqué de chercher à clairement différencier ces deux catégories. Cela est renforcé par le fait que les actionnaires adoptant ces stratégies ne seront par forcément des *hedge funds*. Les appréhender juridiquement doit donc passer par une autre approche et renoncer à toute tentative de classification juridique de ces acteurs. On peut chercher à qualifier la durée de détention des actions ou la finalité de leur investissement mais il semble compliqué de qualifier les acteurs eux-mêmes.

#### b. Les éléments généraux de différenciation entre les arbitragistes.

**171. L'arbitrage : stratégie passive.** L'arbitrage peut, en premier lieu, constituer un comportement passif de la part d'un actionnaire. Un actionnaire présent au capital profitera de l'offre publique pour réaliser un arbitrage financier avec l'écart de cours ainsi créé. Cet actionnaire sera déjà présent au capital. Il ne s'agit pas d'un actionnaire opportuniste qui rentrera au capital au seul moment de l'offre publique pour profiter de l'écart de cours ainsi créé. Cet actionnaire sera en réalité tout acteur des marchés financiers. Tout actionnaire peut en théorie avoir à se prononcer sur une offre publique d'achat qui lui serait faite si une autre entreprise souhaite racheter la société dont il détient des actions. La question se posera alors de la manière dont l'actionnaire choisira de répondre à cette offre. Il pourra parfaitement prendre en compte le seul prix de l'action comme tout autre critère. Il s'agira principalement d'un actionnaire présent depuis une certaine période de temps au capital, souvent avec une vision de long-terme. Cet actionnaire qui sera, si l'on peut dire, surpris par l'offre publique mais ne sera pas rentré au capital avec la finalité de réaliser un profit sur l'offre.

**172.** Relevons qu'à notre sens, dans l'imagerie collective, cet actionnaire sera bien perçu par les différents observateurs. Il sera présent au capital d'une manière que l'on pourra qualifier d'involontaire. Cette présence n'est en tout cas pas motivée par la volonté de réaliser une plus-value à l'occasion de l'offre publique. C'est probablement pour cela que ces actionnaires bénéficient d'une vision plutôt positive de l'ensemble des différents acteurs. Surtout, ces actionnaires que l'on peut qualifier de passifs n'auront pas nécessairement un

---

<sup>482</sup> Supra n°17.

intérêt prédéterminé à se prononcer pour le succès de l'offre, contrairement aux actionnaires pratiquant l'arbitrage financier de manière active.

**173. L'arbitrage : stratégie active.** L'autre stratégie d'arbitrage financier correspond à ce que l'on peut qualifier d'arbitrage financier actif. Dans ce cas, l'actionnaire ne va pas être présent avant au capital mais va uniquement constituer une participation à partir du moment où les premières rumeurs d'offre vont commencer à courir. L'actionnaire rentrera au capital de la société avec la volonté de réaliser une plus-value sur l'écart de cours. Ces actionnaires arbitragistes vont utiliser des moyens financier sophistiqués pour maximiser leurs plus-values, notamment en recourant aux ventes à découvert et aux produits à dérivés.

**174.** Ces arbitragistes, pratiquant une stratégie active sont ceux qui sont au cœur des préoccupations actuelles. Ils vont rentrer spécifiquement au capital pour l'offre et n'auront donc pas à porter le risque économique propre à l'activité économique en amont. Ces actionnaires ne vont donc clairement pas se trouver au capital de la société à ce moment par hasard. Ce sont ces investisseurs qui sont sous le feu des critiques pour leur comportement mercenaire tenant à un investissement parfaitement opportuniste. Ils n'auront aucune vision d'investissement à long-terme. Ensuite, ils prendront position de telle manière qu'ils se lieront les mains quant à leur choix et feront tout pour que l'offre réussisse. Il faut donc clairement distinguer entre ces deux catégories d'actionnaires arbitragistes car seuls ceux adoptant une stratégie active sont réellement criticables.

## **§2. Une différenciation difficilement applicable.**

175. L'arbitrage présente des caractéristiques propres qui en font un comportement à part, parfaitement descriptible et identifiable. Il n'est cependant, et paradoxalement, pas évident de tracer une claire séparation entre l'arbitrage et d'autres comportements, dont l'activisme, du fait de la similitude des techniques et des comportements utilisés. La difficulté de qualifier par les acteurs rencontre alors la difficulté de qualifier par la technique employée. Les arbitragistes et les activistes vont employer des techniques communes, comme l'achat de titres ou les ventes à découvert (A), alors que d'autres seront plus majoritairement utilisées par les activistes, à l'exclusion des arbitragistes, comme la dissociation du capital et du pouvoir (B).

### **A. Le ramassage de titres sur le marché.**

176. Nous vérifierons que les actionnaires activistes et arbitragistes ont intérêt à acheter des actions en propre du fait de leurs caractéristiques, que ne possèdent pas les autres titres financiers. Les actions vont leur permettre de constituer des participations leur donnant la possibilité de réaliser une plus-value, mais aussi d'exercer un certain pouvoir (1). Cette similarité vient cependant cacher des divergences. Alors que ces actions permettront aux activistes de venir affronter les dirigeants de la cible, les arbitragistes auront plus facilement recours aux ventes à découvert (2).

#### **1. L'achat d'actions en propre par les arbitragistes et les activistes.**

177. L'achat d'actions est intéressant du fait des droits qu'elles confèrent. Ce titre financier est le seul à conférer le pouvoir au sein de la société (a). Cet achat passant par un ramassage de titres en bourse comportant des règles particulières s'imposant à l'ensemble des investisseurs (b).

## a. Les droits et obligations attachés aux actions.

**178. Les actions.** L'achat d'actions par les arbitragistes et les activistes afin de constituer une participation significative va être au cœur de leurs stratégies respectives. Dans les deux cas cela leur permettra de jouer sur l'écart de cours et de réaliser une plus-value à l'issue de l'offre. Il nous paraît donc important de rapidement revenir sur les caractéristiques propres des actions<sup>483</sup>. Ce mot a en réalité deux sens<sup>484</sup>. Tout d'abord il désigne le droit qu'a l'associé, dans certains types de sociétés (société anonyme principalement, mais aussi dans les sociétés en commandite par actions ou dans une société par actions simplifiée, et aussi dans une société européenne<sup>485</sup>), de participer aux décisions collectives de la société (assemblées générales ordinaires et extraordinaires), de participer aux bénéfices (sous la forme d'une attribution de dividendes) et de percevoir une part du boni de liquidation de la société et si cette dernière est solvable. Ce terme désigne aussi « *le titre négociable qui constate ce droit* »<sup>486</sup>. Cela peut se faire sous la forme d'actions nominatives ou au porteur. L'action se dédouble et ces deux aspects sont tous deux fondamentaux dans le cadre de notre étude ; le premier permettant aux actionnaires d'arriver à leur fin (même s'il sera plus facilement utilisé par les activistes) et le second étant une condition financière sine qua none du premier.

**179.** Relevons aussi que les actions peuvent avoir différentes formes. La principale distinction réside entre les actions nominatives<sup>487</sup>, avec l'inscription du propriétaire dans un compte tenu par la société émettrice, et entre les actions au porteur<sup>488</sup>. Il peut ensuite s'agir d'actions "simples", c'est-à-dire avec un droit de vote en assemblée (une voix) et un droit nominal au dividende. Il s'agit du principe de base du droit des sociétés par actions<sup>489</sup>. La société peut aussi émettre des actions de préférence qui vont conférer des droits préférentiels

---

<sup>483</sup> Les actions sont réglementées par la Section II du Chapitre VIII « Des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions » du Titre II sur les sociétés commerciales du Livre deuxième du Code de commerce.

<sup>484</sup> « *Le terme action désigne le droit de l'associé dans une société anonyme (ou dans une société en commandite par actions ou dans une SAS) et il désigne également le titre négociable qui représente ce droit, qui est désormais matérialisé par une inscription en compte* », Philippe Merle, Droit commercial, Société commerciales, 16<sup>ème</sup> édition, 276 et suivants, Précis Dalloz.

<sup>485</sup> Aux termes de l'Article 1841 du Code civil, un principe général d'interdiction d'émettre des titres négociables est édicté pour toute société n'y étant pas été autorisé de manière expresse par la loi ; c'est-à-dire pour les sociétés énumérées ci-dessus.

<sup>486</sup> Lamy Sociétés Commerciales 2012, n°4665 et suivants et Mémento Pratique Sociétés Commerciales, 2010, , Editions Francis Lefebvre, n°18000.

<sup>487</sup> Article L.211-4 alinéa 2 C. Mon. Fin.

<sup>488</sup> Article L.211-4 alinéa 2 C. Mon. Fin.

<sup>489</sup> Article L.225-122 I C. com. : « *Sous réserve des dispositions des articles L.225-10, L.225-123, L.225-125 et L.225-126, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite* ».

différents des autres actions, ces droits peuvent être extrêmement divers : d'un dividende prioritaire, à des droits de vote doubles, en passant par une information renforcée<sup>490</sup>. Les actions peuvent être titulaires de droits de vote ou en être privées<sup>491</sup>. De même, en ce qui concerne les droits de vote, certaines actions peuvent en être privées tandis que d'autres peuvent se voir conférer un droit de vote double<sup>492</sup>. En ce qui concerne les sociétés cotées en bourse, du fait de besoins économiques divers, leur capital ne sera que très rarement composé uniquement d'actions sans caractéristique particulière. Il se peut parfaitement qu'elles mettent en place une politique de droits de vote doubles pour fidéliser leur actionnariat ou renforcer la position d'un actionnaire majoritaire. L'histoire de la société, son secteur d'activité et ses impératifs économiques conduiront à des structures de capital diverses et différentes. Une émission d'actions de préférence pourra être effectuée à un moment par la société vis-à-vis d'un investisseur en particulier car la présence de ce dernier est jugée fondamentale au capital de cette dernière ; de la même manière, ce peut être un outil intéressant pour conserver une influence déterminante sur la société pour un actionnaire majoritaire suite à une mise en bourse de la société alors qu'il ne dispose pas de la majorité en assemblée générale. Surtout, l'actionnaire d'une société cotée ne répondra du passif social que dans la mesure de son apport<sup>493</sup>.

**180. Les droits attachés aux actions.** Les deux caractéristiques des actions précédemment exposées ne suffisent cependant pas à totalement expliquer leur intérêt pour des arbitragistes et des activistes<sup>494</sup>. Elles confèrent tout d'abord une partie du capital de la société et sont librement négociables sur les marchés financiers. Cet élément permet de constituer une participation financière et de jouer sur l'écart de cours créé ou anticipé lors d'une offre publique. Par ce fait, cette caractéristique centrale des actions intéressera à la fois les arbitragistes et les activistes qui constitueront des participations au capital. Elles offrent aussi le droit de participer aux décisions collectives de la société qui sont prises dans le cadre

---

<sup>490</sup> Article L.228-11 C. com. : « Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. Ces droits sont définis dans les statuts (...) ».

<sup>491</sup> Article L.228-11 alinéa 2 C. com. : « Le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou déterminable ou supprimée ».

<sup>492</sup> Article L.225-123 C. com. : « Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire ».

<sup>493</sup> Articles L.225-1 et L.226-1 alinéa premier C. com.

<sup>494</sup> Droit commercial, sociétés commerciales, 473 et suivants Philippe Merle, Précis Dalloz 12<sup>ème</sup> édition, Lamy Sociétés Commerciales 2012, n°4665 et suivants et Chapitre 2 : Les actions, Mémento Pratique Sociétés Commerciales, 2010, Editions Francis Lefebvre.

de l'assemblée générale des actionnaires. Surtout, les actions confèrent le droit de vote aux actionnaires. Il s'agit de l'instrument principal qui permettra aux activistes de mettre sous pression les dirigeants de la société et éventuellement de les renverser, ou encore de voter contre la mise en œuvre de mesures de défense. Les actions sont les seuls instruments financiers permettant de conférer un tel droit, il s'agit de la contrepartie de l'apport de capital à la création de la société, l'actionnaire étant un propriétaire de la société. Aucun autre titre ne permettra aux actionnaires d'avoir une telle influence. Une certaine influence pourra être exercée par les détenteurs d'obligations mais ce sera nécessairement limité par le fait qu'elles sont dénuées de tout droit de vote. Tout dépendra alors des clauses du contrat d'émission. Cet élément pourra être distinctif entre arbitragiste et activiste étant donné que ces derniers seront théoriquement moins intéressés par ce droit de vote : jouant sur l'écart de cours ils ne participent que très rarement aux assemblées générales.

**181.** Un autre volet fondamental des droits détenus avec les actions est le droit d'information des actionnaires. La doctrine distingue généralement entre le droit de communication dit préalable, qui s'exerce avant toute assemblée générale<sup>495</sup>, et le droit de communication permanent, c'est-à-dire en dehors de la consultation annuelle des actionnaires<sup>496</sup>. Cependant, à l'inverse des associés de la société en nom collectif, l'actionnaire ne peut demander à se faire communiquer l'ensemble des documents sociaux de la société<sup>497</sup>. Surtout, les actionnaires peuvent poser des questions écrites aux dirigeants de la société à l'occasion de l'assemblée générale<sup>498</sup>. Il n'y a pas de limite de participation pour pouvoir poser une telle question. Le conseil d'administration devra répondre à cette question lors de la prochaine assemblée générale. Soulignons l'objectif principal de l'ensemble de ce dispositif qui est que l'actionnaire doit être en mesure « *de se prononcer en connaissance de cause et de porter un jugement informé sur la gestion et la marche des affaires de la société* »<sup>499</sup>. Ensuite, deux fois par exercice social, les actionnaires peuvent poser une question au président du conseil d'administration (ou du directoire) sur tout fait qu'ils estiment être de nature à compromettre l'avenir de la société<sup>500</sup>. L'ensemble de ces droits sont par ailleurs

---

<sup>495</sup> *Ibid.* Il s'agit ainsi de l'ensemble des documents que la société est tenue d'envoyer aux actionnaires pour que ces derniers exercent leurs droits de vote en disposant de l'ensemble des informations nécessaires.

<sup>496</sup> Il s'agit des documents qui sont tenus à la disposition des actionnaires, à tout moment, au siège social de la société en vertu des dispositions de l'Article L.225-115 C. com.

<sup>497</sup> Article L.242-13 C. com.

<sup>498</sup> Tout actionnaire a ce droit, quelque soit l'importance de sa participation. Selon les dispositions de l'Article L.225-108 alinéa 3, la question doit être posée par écrit et les dirigeants doivent y répondre lors de l'assemblée générale.

<sup>499</sup> Article L.225-108 alinéa premier C. com.

<sup>500</sup> Article L.225-232 C. com.

faciles à exercer par les actionnaires ; la société, en cas de manquement, pouvant être condamnée à communiquer les documents sous astreinte<sup>501</sup>. Cela pouvant même provoquer l'annulation de l'assemblée dans certains cas<sup>502</sup>. Aussi, le fait de détenir une action confère à l'actionnaire le droit d'agir en justice à l'encontre des organes de direction si ses droits personnels sont affectés par une décision, ce qui peut arriver en période d'offre publique. Cela lui confère aussi le droit d'agir contre la société, par exemple en demandant la nullité d'une résolution votée en assemblée générale. Cette information sera là aussi utilisée à la fois par les activistes, qui en ont besoin pour évaluer la société et mener une campagne convaincante, et par les arbitragistes qui analysent cette information pour valoriser au mieux la société et anticiper les risques d'échecs ou de réussite de l'offre.

**182.** Relevons aussi un autre élément qui peut s'avérer important en cas de l'utilisation de l'augmentation de capital comme mesure de défense : chaque actionnaire dispose d'un droit préférentiel de souscription dans toute augmentation de capital réalisée par la société, sauf si ce dernier a été supprimé<sup>503</sup>. Enfin, le fait d'être propriétaire d'une action confère le droit de percevoir une partie du dividende, proportionnellement aux nombres d'actions détenues. Sauf s'il est supprimé, ce droit permettra aux actionnaires de participer à l'augmentation de capital et donc de ne pas être dilué dans le capital de la société.

#### b. Le ramassage des titres.

**183. La technique du ramassage en bourse.** Les actionnaires, qu'ils soient arbitragistes ou activistes, devront commencer toute opération par la constitution d'une participation. Comme cela a été relevé, cette méthode « *repose sur la technique du ramassage, principalement sur le marché, au « fil de l'eau », mais également par rachat auprès de petits porteurs* »<sup>504</sup>. Typiquement les actionnaires concernés vont, soit contacter certains actionnaires minoritaires de la société pour racheter leurs titres, soit effectuer des opérations de rachat sur le marché en donnant des ordres d'achat, généralement jusqu'à un certain prix. La constitution de la participation sera d'autant plus aisée que le capital de la

---

<sup>501</sup> Article L238-11 C. com.

<sup>502</sup> Article L.225-121, alinéa 2 C. com.

<sup>503</sup> Article L.225-132 et suivants C. com.

<sup>504</sup> Jean Jacques Daigre et Dominique Bompont, La prise de contrôle rampante, Actes. Prat., Mai/juin 2000, Page 5.

société sera important et dilué. Dans ce cas de figure où un gros volume de titres est échangé quotidiennement, cela ne fera pas forcément varier le prix de l'action de manière significative. Cependant, l'actionnaire ne pourra constituer trop rapidement sa participation, le risque étant une surperformance de l'action qui peut entraîner une spéculation si la société fait l'objet de rumeur et est qualifiée de cible potentielle, ce qui, in fine, renchérit le coût de l'opération pour cet actionnaire. Pour éviter cela, ils pourront aussi ramasser, s'ils ont été émis, des titres convertibles en capital, qu'ils convertiront le moment venu.

**184.** La constitution d'une telle participation sera extrêmement délicate sur une société avec une faible liquidité ou un faible flottant du fait d'un actionnaire majoritaire. Cependant, ce genre de structure n'intéressera que très peu les activistes et les arbitragistes. Cela vient limiter les possibilités d'offre, cette dernière devant nécessairement être amicale. Il ne s'agit donc clairement pas d'une nouveauté. Même en dehors des activistes et arbitragistes, d'autres acteurs peuvent n'avoir qu'un intérêt financier (prise de participation minoritaire pour faire pression sur le management afin qu'il effectue une scission de l'entreprise par exemple), cela peut aussi être pour le futur émetteur de l'offre de prendre pied dans l'entreprise avant le lancement d'une offre<sup>505</sup>.

**185.** Il existe une limite importante à cette manœuvre qui est le seuil d'OPA obligatoire. Pour éviter que les minoritaires se retrouvent bloqués dans une société dont ils ne détiendraient plus le contrôle de fait (cela étant par exemple arrivé à la famille Vuitton suite au raid de Bernard Arnault sur LVMH), le législateur a instauré<sup>506</sup> l'obligation de déposer une offre sur la totalité des titres de la société dès lors que l'émetteur de l'offre dépassait, seul ou de concert, le seuil des 33,3% du capital. Ce seuil a récemment<sup>507</sup> été ramené à 30%. Même si cette limite ne peut être ignorée, la constitution d'une participation à hauteur de 30% sera rarissime aux yeux des capitaux qu'il faut mobiliser pour mener une telle opération. Dès lors, rien ne peut vraiment empêcher la constitution d'une telle participation. Cela est pleinement logique, dès lors que la société est introduite en bourse, ses titres doivent pouvoir être négociables le plus librement possible et tout le monde doit pouvoir être en mesure de les acheter.

---

<sup>505</sup> Ainsi, dans sa tentative avortée de prise de contrôle d'Eiffage, le groupe Sacyr Valermoso avait commencé par ramasser une grande quantité d'actions de la cible sur le marché (au point de devoir lancer une offre obligatoire, le concert ayant dépassé le seuil des 33.3%).

<sup>506</sup> Article L.433-3 I C. Mon. Fin.

<sup>507</sup> Article 50-I de la Loi de Régulation Bancaire et Financière du 22 octobre 2010.

**186. La nécessité d'une participation significative.** Les activistes devront constituer une participation significative s'ils veulent être pris au sérieux par les autres acteurs du marché, condition nécessaire à la formation d'un *wolf pack*, et mettre sous pression de manière crédible et efficace le management de la société pour que ce dernier modifie sa stratégie. Pour les arbitragistes, ils pourront en théorie très bien se passer d'une participation significative. En pratique, ils constitueront souvent une participation importante, comme cela a été vu dans l'offre de Kraft, étant donné qu'ils n'investissent que s'ils ont une conviction. Dès lors qu'ils prennent la décision d'investir au capital de la société cible, cela est rarement pour rester très minoritaire dans ce dernier. Relevons que le droit des sociétés impose certains seuils pour mener certaines actions. Par exemple, pour exercer une action en responsabilité ut singuli l'actionnaire devra disposer d'une participation d'au moins 5%<sup>508</sup>. La capacité d'un actionnaire à engager une campagne activiste, contrairement à un arbitragiste, dépendra directement de la taille de sa participation dans la société cible<sup>509</sup>. Le but est de constituer une participation dont la valeur dépendra des actions menées par la société, puis d'influencer ces actions dans le sens souhaité. Cette stratégie implique d'avoir la capacité d'identifier les sociétés qui bénéficieraient d'un tel activisme. Dans cette perspective, les auteurs<sup>510</sup> relèvent que seuls les *hedge funds* adoptent une telle stratégie, ce qui n'est pas le cas des OPCVM. Comme les *hedge funds*, notamment, se voient comme des « *véhicules de diversification* », ils n'auront, par exemple, aucune réticence stratégique ou financière à constituer une participation extrêmement significative dans leur portefeuille sur une seule et même société.

**187.** La question d'une participation significative reste fondamentale pour les activistes. Peu d'acteurs, mis à part les fonds de pension et les fonds souverains, ont réellement la possibilité de mobiliser les capitaux nécessaires pour constituer une telle participation. Dans une autre étude précédemment mentionnée<sup>511</sup>, l'auteur relève que « *Sur l'ensemble des situations étudiées [dans le cadre de l'étude], seulement cinq impliquent un hedge fund activiste détenant moins de 4,9% du capital de la société. Vingt et un activistes avaient au minimum une participation de 9,5%. Une participation plus importante constitue un porte voix plus efficace et donne à n'importe quelle campagne activiste un bon départ quand il s'agira de compter les votes* ». L'auteur relève aussi que, techniquement, un actionnaire activiste ne peut disposer que d'une participation supérieure à 5% étant donné

---

<sup>508</sup> Article L.225-252 C. com.

<sup>509</sup> M. Kahan et E. Rock, *Ibid*, p. 1021.

<sup>510</sup> M. Kahan et E. Rock, *Ibid*.

<sup>511</sup> Thomas W. Briggs, *Ibid* n°1589.

qu'une participation inférieure constitue un problème significatif pour convaincre les autres actionnaires de suivre la campagne activiste<sup>512</sup>. La taille finale de la participation qu'il sera nécessaire de constituer dépendra principalement de conditions de fait. Si la direction est déjà fortement critiquée, une faible participation peut alors suffire pour mener la contestation à bien. A l'inverse, si les dirigeants sont soutenus par une partie des actionnaires et que la société a de bons résultats, la constitution d'une participation très significative devient alors nécessaire pour que l'activisme ait des chances minimales de succès. La nécessité de constituer une telle participation peut cependant être un problème significatif du fait des capitaux qu'il faut mobiliser. Les fonds devront agir au-delà des capitaux dont ils disposent sous gestion, soit en utilisant d'éventuelles lignes de crédits mises en place auprès de banques, soit en utilisant les mécanismes de marché comme le prêt de titres ou la vente à découvert. Il s'agit dès lors d'une barrière à l'entrée significative pour tout nouvel acteur sur ce marché.

## **2. La finalité de cette participation : outil de distinction.**

**188.** Une fois la participation constituée elle va permettre de mettre en place une stratégie de harcèlement de la cible pour les actionnaires activistes. Ces derniers vont utiliser une telle participation pour mener à bien leur campagne et imposer leurs vues sur le reste de la société (a). Pour les fonds arbitragistes, elle servira surtout comme une participation financière pour jouer sur l'écart de cours. Elle sera aussi l'objet d'une vente à découvert pour protéger la valeur de l'investissement et le maximiser (b).

### **a. L'utilisation politique de cette participation par l'activiste.**

**189. Les *proxy fights*.** L'actionnaire activiste peut avoir recours à une *proxy fight*. Cette tactique vise à récupérer des mandats de vote auprès de différents actionnaires pour peser plus fortement en assemblée générale et voter dans le sens de ses intérêts<sup>513</sup>. Comme

---

<sup>512</sup> Cette remarque n'est cependant pas une règle, certains fonds comme Knight Vinke, prennent des participations significatives.

<sup>513</sup> « Le « *proxy fight* » consiste à solliciter, dans la perspective d'une assemblée générale, des mandats auprès d'un nombre important d'actionnaires, de manière à peser sur le sens des décisions à prendre lors de cette assemblée », Jean Jacques Daigre et Dominique Bompont, La prise de contrôle rampante, Actes prat., Mai/juin

cela a été relevé par Jean-Jacques Daigre et Dominique Bompont « *Economiquement, ils participent du constat que le coût de revient d'un mandat de vote, bien qu'exposé à fonds perdus, peut être préféré au coût et au risque inhérents à l'achat puis à la revente d'une action* ». Cela peut être utile au début de la campagne activiste s'il s'agit de chercher à remplacer les dirigeants actuels par un autre plus acquis à la cause de l'actionnaire activiste mais aussi dans le cadre de toute assemblée en cas d'offre publique pour lutter contre la mise en place de mesure de défense ou assurer le succès de l'offre. Même si cette manœuvre apparaît être légale, aucune limitation au nombre de mandats ne pouvant être apportée<sup>514</sup>, le risque est que la cible invoque l'action de concert entre l'ensemble des investisseurs s'ils viennent à franchir un seuil emportant une obligation de déclaration.

**190.** Contrairement aux Etats-Unis, les *proxy fights* sont cependant peu communes en France, même si elles deviennent de plus en plus fréquentes en Europe<sup>515</sup>. Une limite importante tient à la connaissance de l'identité des autres actionnaires de la société. Selon les dispositions en vigueur<sup>516</sup>, la liste doit être arrêtée au 16<sup>ème</sup> jour précédent l'assemblée générale et les actionnaires peuvent en prendre connaissance pendant les 15 jours précédents l'assemblée<sup>517</sup>. En pratique, cela laisse très peu de temps pour convaincre un nombre important d'actionnaires pour donner mandat de vote au fonds activiste. Messieurs Daigre et Bompont concluaient ainsi que « *Au total, les proxy fights à l'américaine ne sont réellement envisageables avec quelque espoir d'efficacité qu'au prix de moyens très importants compte tenu des conditions et des délais dans lesquels les actionnaires peuvent être identifiés* ». A l'inverse, aucune difficulté juridique n'existe quant à l'obtention et l'exercice d'un grand nombre de mandats. La seule condition principale étant que le mandataire soit actionnaire de la société<sup>518</sup>, aucune autre condition significative n'existant.

---

2000, Page 5 ; Thibault de Ravel d'Esclapon, Batailles de procurations : une nécessaire réglementation ?, LPA, 5 octobre 2009, n°198, p.5 : « *Les « proxy fight » consistent en une sollicitation opposée de mandats. Un actionnaire, ou un groupe d'actionnaires, dissident par rapport à la direction en place, voire un tiers à la société, tente en vue de la convocation prochaine d'une assemblée générale, d'obtenir le vote d'une résolution qu'il défend. Pour ce faire, étant donné qu'il ne dispose naturellement pas de la majorité, il lui faut s'assurer du concours d'autres actionnaires. Et bien souvent, la masse des petits porteurs représente une force de frappe considérable (...). L'esprit de l'institution repose donc sur une collecte des procurations* ».

<sup>514</sup> Article L.225-106 C. com.

<sup>515</sup> Ruth Sullivan, M&A proxy fights rise in Europe, Financial Times, 9 décembre 2012.

<sup>516</sup> Article L.225-116 C. com. : « *Avant la réunion de toute assemblée générale, tout actionnaire a le droit d'obtenir, dans les conditions et les délais déterminés par décret en Conseil d'Etat, communication de la liste des actionnaires* ».

<sup>517</sup> Article R.225-91 C. com.

<sup>518</sup> Article L225.107 C. com.

191. La pratique en la matière a évolué depuis ces constatations. On estime que la première *proxy fight* eut lieu lors de l'assemblée générale d'Eurotunnel du 7 avril 2004, bataille de mandat originale vu qu'elle opposait la direction à l'ancien candidat à l'élection à la présidence de la République<sup>519</sup>. Dans le cadre d'une campagne activiste impliquant un *hedge fund*, ce dernier cherchera à fédérer les actionnaires minoritaires pour s'opposer aux dirigeants de la société<sup>520</sup>. A cette fin, les actionnaires pourront chercher à récolter des mandats auprès d'actionnaires minoritaires pour s'assurer que le maximum de voix soutiennent leurs résolutions lors de l'assemblée générale. Cette recherche de mandats pourra s'inscrire en complément des pratiques d'*empty voting*<sup>521</sup>. Les *hedge funds* pourront exercer les droits de vote sans pour autant détenir les actions qui y correspondent. L'objectif est ainsi d'obtenir le maximum de poids lors de l'assemblée générale pour peser sur les dirigeants de la société. Comme pour l'*empty voting* certaines règles viennent encadrer la collecte de mandats auprès d'autres actionnaires<sup>522</sup>. Le principe cardinal est que tout actionnaire peut se faire représenter par un autre lors de l'assemblée générale, ce droit est d'ordre public<sup>523</sup>. En ce qui concerne la personne pouvant recevoir le mandat de représentation<sup>524</sup>, il est clairement disposé qu'il s'agit « d'un autre actionnaire »<sup>525</sup>, les statuts ne pouvant prévoir de clauses contraires car elles seraient réputées « non écrites »<sup>526</sup>. Il semble donc qu'aucune qualité spécifique ne puisse être exigée par les statuts de la société pour cet autre actionnaire<sup>527</sup>. Une seconde question peut se poser avec une éventuelle limitation du nombre de mandats. Les dirigeants d'une société pourraient être tentés de chercher à limiter le nombre de mandats que peut recevoir un actionnaire pour se prémunir d'une éventuelle *proxy fight*. La réponse à apporter semble devoir être négative étant donné que cela viendrait indirectement à empêcher un associé de choisir un autre actionnaire de son choix<sup>528</sup>. De la même manière, aucune disposition ne vient conférer à la société la possibilité de réserver la qualité de mandataire à

<sup>519</sup> Thibault de Ravel d'Esclapon, Batailles de procurations : une nécessaire réglementation ?, *Ibid*, p.5.

<sup>520</sup> *Supra* n°95.

<sup>521</sup> *Infra* n°202 et suivants.

<sup>522</sup> *Mémento Sociétés commerciales 2012*, Editions Francis Lefebvre, n°43800 et suivants.

<sup>523</sup> Article L.225-106, I C. com. : « Un actionnaire peut se faire représenter par un autre actionnaire, par son conjoint ou par le partenaire avec lequel il a conclu un pacte civil de solidarité. Il peut en outre se faire représenter par toute autre personne physique ou morale de son choix : 1° Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé ; (...) ».

<sup>524</sup> *Mémento Sociétés commerciales 2012*, Editions Francis Lefebvre, n°43890 et suivants

<sup>525</sup> Article L.225-106, I, alinéa premier C. com.

<sup>526</sup> Article L.225-106, III, alinéa 4 C. com.

<sup>527</sup> *Mémento Sociétés commerciales 2012*, Editions Francis Lefebvre, n°43890. Les auteurs relèvent que la rédaction précédente était certes plus claire (« Tout actionnaire » pouvait être mandataire « sans autres limites que celles résultant des dispositions légales ou statutaires fixant le nombre maximal des voix dont peut disposer une même personne ») mais qu'une telle imitation irait à l'encontre de l'esprit de l'Ordonnance 2010-1511 du 9 décembre 2010 qui est d'ouvrir au maximum la représentation.

<sup>528</sup> *Mémento Sociétés commerciales 2012*, Editions Francis Lefebvre, n°43910.

une personne physique ou une personne morale. Au contraire, la loi l'interdit de manière indirecte<sup>529</sup> pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Relevons que certaines informations doivent être communiquées au mandataire par le mandant<sup>530</sup>. En l'espèce, concernant des *hedge funds* on peut estimer que cette obligation d'information fait peu sens étant donné que le mandant (le fonds) sera généralement plus à même de présenter un conflit d'intérêt que le mandataire (généralement un autre actionnaire minoritaire).

**192.** Le cœur des *proxy fights* seront les sollicitations actives de mandats<sup>531</sup>, récemment réformées<sup>532</sup>. Il s'agit d'aller chercher un mandat de vote auprès d'autres actionnaires pouvant conférer un tel mandat. Cette pratique, autorisée, est encadrée par la législation<sup>533</sup>. Tout actionnaire sollicitant des mandats auprès d'autres actionnaires de la société, et quelle que soit la forme de cette sollicitation, doit publier sur son site internet un document donnant des informations sur son identité, les principes qui guideront son vote ainsi qu'une présentation de sa politique de vote en assemblée générale. Ce document doit être disponible au siège social de cet actionnaire et être régulièrement mis à jour<sup>534</sup>. L'actionnaire sollicitant les mandats a aussi la faculté de publier sur son site internet ses intentions de vote en vue de la prochaine assemblée générale, il est ensuite lié par une telle présentation<sup>535</sup>. Le non respect des règles sur la sollicitation de mandat est sanctionné<sup>536</sup> par l'interdiction de participer aux assemblées générales de la société en tant que mandataire pendant une durée maximale de trois ans. Relevons que la demande de sanction peut être déposée par le mandant ou par la société. La société pourra ainsi se défendre, en cas de manquement du *hedge fund*, en demandant au tribunal de l'empêcher de récolter des mandats. Cette sanction est d'une

---

<sup>529</sup> Article L.225-106, I, alinéa 2 C. com. : « *Il peut en outre se faire représenter par toute autre personne physique ou morale de son choix : 1° Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé ; (...)* ».

<sup>530</sup> L'Article L.225-106-1 C. com. impose ainsi au mandataire de communiquer des informations sur lui-même, ou la personne pour laquelle il agit, au mandant. Cette disposition a pour finalité d'éviter les conflits d'intérêts. Voir Mémento Sociétés commerciales 2012, Editions Francis Lefebvre, n°43974 et suivants.

<sup>531</sup> Mémento Sociétés commerciales 2012, Editions Francis Lefebvre, n°43982 et suivants.

<sup>532</sup> Bruno Dondero, Le mandat de vote confié à un tiers, RTDF, 2011, n°4, p.57.

<sup>533</sup> Article L.225-106-2 du Code de commerce, introduit par l'Ordonnance 2010-1511 du 9 décembre 2010, et article R.225-82-3, introduit par le décret 2010-1619 du 23 décembre 2010.

<sup>534</sup> Article R.225-82-3 I C. com.

<sup>535</sup> Article L.225-106-2 C. com. et article R.225-82-3 C. com.

<sup>536</sup> Article L.225-106-3 C. com. : « *Le tribunal de commerce dans le ressort duquel la société a son siège social peut, à la demande du mandant et pour une durée qui ne saurait excéder trois ans, priver le mandataire du droit de participer en cette qualité à toute assemblée de la société concernée en cas de non-respect de l'obligation d'information prévue aux troisième à septième alinéas de l'article L.225-106-1 ou des dispositions de l'article L.225-106-2. Le tribunal peut décider la publication de cette décision aux frais du mandataire. Le tribunal peut prononcer les mêmes sanctions à l'égard du mandataire sur demande de la société en cas de non-respect des dispositions de l'article L. 225-106-2* ».

efficacité redoutable étant donné que le fonds sera alors dans l'impossibilité de mener toute *proxy fight*. Il devra alors compter sur ses alliés pour l'aider dans sa contestation, mais il n'est pas certain que d'autres *hedge funds* le rejoignent. La société aura donc un intérêt à surveiller le déroulement de la récupération des mandats pour, le cas échéant, neutraliser toute possibilité de *proxy fight*. De manière générale, la société devra, avec l'aide de la banque centralisatrice, vérifier la régularité des mandats conférés<sup>537</sup>. Elle pourra ainsi s'assurer que le mandat respecte les conditions de forme, notamment qu'il soit bien sous forme écrite<sup>538</sup>. Une fois le mandat conféré au mandataire ce dernier pourra voter au nom du mandant lors de l'assemblée générale<sup>539</sup>. Le mandat peut lier le mandataire sur certaines résolutions, auquel cas le mandataire doit respecter les souhaits de son mandant. Dans le cadre d'une *proxy fight*, il est probable que le *hedge fund* indique à l'avance quelles sont ses intentions de vote lors de l'assemblée (auquel cas ils seront liés par ces engagements et déclarations) et les mandants lui conférant mandat le feront car ils seront en accord avec ces votes. Relevons aussi que le mandant est *ad hoc* et ne peut concerner qu'une seule assemblée<sup>540</sup> et ne pourra donc pas être donné pour l'ensemble des assemblées générales d'une société. Le *hedge fund* activiste devra enfin prendre garde à respecter l'ensemble des dispositions relatives à la transparence des participations<sup>541</sup>. On peut estimer que le mandataire peut être assimilé à l'actionnaire pour les déclarations de franchissements de seuils en cas de sollicitation de mandats<sup>542</sup>.

**193. L'utilisation de l'assemblée générale.** « *Lointaine cousine des batailles d'amendements parlementaires, les rafales de questions écrites en ouverture d'assemblée générale figurent en bonne place dans l'armement réglementaire des actionnaires ayant décidé de lancer une guerre de tranchée contre l'équipe dirigeante* »<sup>543</sup>. Tout actionnaire, et ce quel que soit le nombre d'actions qu'il détient, peut poser des questions écrites aux dirigeants qui devront y répondre lors de l'assemblée générale<sup>544</sup>. Il est de l'avis de la doctrine<sup>545</sup> que comme la question peut être déposée jusqu'à l'ouverture de l'assemblée, les statuts de la société pourraient fixer une date limite pour le dépôt des questions écrites. Selon ces auteurs, une telle disposition statutaire ne constituant pas une violation expresse de la

---

<sup>537</sup> Mémento Sociétés commerciales 2012, Editions Francis Lefebvre, n°44220.

<sup>538</sup> Article L.225-106, II, alinéa premier C. com.

<sup>539</sup> Mémento Sociétés commerciales 2012, Editions Francis Lefebvre, n°44100.

<sup>540</sup> Article R.223-79 alinéa 3 C. com.

<sup>541</sup> Infra n°394 et suivants.

<sup>542</sup> ANSA, Comité juridique du 9 novembre 2011, 2011-V, Assimilation du mandataire à l'actionnaire pour les déclarations de franchissements de seuils en cas de sollicitation de mandats, n°11-063.

<sup>543</sup> Jean Jacques Daigre et Dominique Bompont, La prise de contrôle rampante, Actes prat., Mai/juin 2000, P. 5.

<sup>544</sup> Article L.225-108 C. com.

<sup>545</sup> Jean Jacques Daigre et Dominique Bompont, *Ibid.*

loi<sup>546</sup>. Ensuite, les questions devront obligatoirement être en rapport avec l'ordre du jour de l'assemblée<sup>547</sup>. La stratégie des questions pourra être habilement utilisée pour interroger les dirigeants de la société sur les points faibles de cette dernière et la manière dont ils comptent y remédier. Cela n'entraînera cependant pas de changement de stratégie, ni de changement de contrôle de la société. Les *hedge funds* disposent, lors de l'assemblée générale, de plusieurs outils pour faire entendre leurs voix. Le premier outil tient dans les questions que peuvent poser les actionnaires aux dirigeants<sup>548</sup>. Ils pourront faire connaître leurs questionnements aux actionnaires et discréditer les dirigeants en critiquant leur politique à travers des questions dérangeantes. Ce droit revient à tout associé sans considération de la part de capital dont il est propriétaire. Il ne sera donc pas nécessaire de constituer une participation importante pour jouir de ce droit<sup>549</sup>. En pratique, ce droit peut s'exercer à compter de la publication des documents concernant l'assemblée générale sur le site internet de la société<sup>550</sup>. Ce délai, en pratique de 21 jours, pourra être relativement court pour préparer une défense adéquate en cas d'apparition d'un actionnaire contestataire non prévu par les dirigeants. Les dirigeants ne pourront guère réagir qu'en répondant à une question légitime et respectant les règles de forme. Ils devront alors fournir une réponse intégrale<sup>551</sup>. La loi ne prévoit pas de sanction pour le défaut de réponse mais il s'agirait très vraisemblablement d'une faute de gestion de la part des dirigeants<sup>552</sup>, et d'une erreur stratégique majeure si la question du *hedge fund* était pertinente. A l'inverse, ils pourront refuser la question si elle est contraire à l'intérêt social, si elle consiste en une obstruction de l'assemblée générale ou encore si elle est diffamante pour les dirigeants<sup>553</sup>. Le second outil est le dépôt de points ou de résolutions à l'assemblée générale<sup>554</sup>. Pour cela, les actionnaires devront détenir un capital minimum qui est dégressif en fonction de la taille du capital de la société<sup>555</sup>. Les actionnaires devront justifier de la détention de la fraction du capital lors de la demande d'inscription de leur résolution ou de

---

<sup>546</sup> Au sens de l'Article L.235-1 C. com.

<sup>547</sup> Article L.225-105 C. com.

<sup>548</sup> Article L.225-108 alinéa 3 C. com. : « *A compter de la communication prévue au premier alinéa, tout actionnaire a la faculté de poser par écrit des questions auxquelles le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, est tenu de répondre au cours de l'assemblée. Une réponse commune peut être apportée à ces questions dès lors qu'elles présentent le même contenu* ».

<sup>549</sup> Voir ainsi : CA Paris, 14 février 2006, n°05-6331, 3<sup>ème</sup> chambre A, Sté Viel et Cie c. Sté Déminor ; RJDA 8-9/06, n°908.

<sup>550</sup> Article R.225-73-1 C. com. Relevons aussi, concernant les conditions de forme, que les questions doivent être envoyées par lettre recommandée avec accusé de réception ou par voie électronique, Article R.225-84 C. com.

<sup>551</sup> ANSA, n°10-067, décembre 2010.

<sup>552</sup> Mémento Sociétés commerciales 2012, Editions Francis Lefebvre, n°38665.

<sup>553</sup> Mémento Sociétés commerciales 2012, *Ibid*, n°38400 et suivants.

<sup>554</sup> Mémento Sociétés commerciales 2012, *Ibid*, n°7290 et suivants ; Article L.225-105 C. com.

<sup>555</sup> Article L.225-105 alinéa 2 et R.225-71 alinéa 2 C. com.

leurs points ainsi qu'au moment de la *record date*<sup>556</sup>, soit donc trois jours avant l'assemblée générale. En ce qui concerne la forme, cette demande doit être effectuée par lettre recommandée avec accusé de réception ou bien par voie électronique<sup>557</sup>. Toujours sur les questions de forme, la demande d'inscription d'une résolution à l'ordre du jour devra être accompagnée du texte de cette résolution ainsi que d'un exposé des motifs<sup>558</sup>. Il en va de même pour la demande d'inscription à l'ordre du jour d'un point<sup>559</sup>. Une telle demande permettra aux activistes de faire connaître à l'ensemble des actionnaires de la société leurs propositions et cela leur permettra de communiquer autour afin de rassembler le maximum d'actionnaires autour de ces projets de résolution. La seule limite à la proposition d'une résolution semble être le respect du principe de compétence de l'assemblée en question<sup>560</sup>. Les marges de manœuvre de la société face à de telles demandes seront assez limitées. Elle pourra refuser d'inscrire certaines résolutions à l'ordre du jour uniquement si ces dernières ne respectent pas les conditions de forme<sup>561</sup>. Selon l'ANSA<sup>562</sup>, le conseil d'administration pourrait aussi rejeter les demandes de résolution qui respecteraient les conditions de forme mais seraient en contradiction par rapport à l'objet social de la société (cas plutôt rarissime vu la rédaction généralement très large de l'objet social<sup>563</sup>), si elles ne rentrent pas dans le champ du débat ou si elles sont fantaisistes ou encore diffamatoires. Les dirigeants devront être prudents dans leur refus, empêcher un actionnaire de déposer une résolution sans raison valable pourrait être un cas de nullité des décisions prises par l'assemblée générale de la société<sup>564</sup>. Il résulte de cette étude que si un actionnaire remplit les conditions de forme, rien ne l'empêchera de déposer des résolutions. Enfin, le troisième moyen d'action sera de chercher à révoquer les dirigeants en place pour imposer les candidats de l'actionnaire au conseil d'administration. Les administrateurs sont, selon la formule consacrée, révocables *ad nutum*<sup>565</sup>, c'est-à-dire à tout moment et sans justification, par l'assemblée générale ordinaire

---

<sup>556</sup> Article R.225-71 C. com.

<sup>557</sup> *Ibid.*

<sup>558</sup> *Ibid.*

<sup>559</sup> *Ibid.*

<sup>560</sup> Mémento Sociétés commerciales 2012, Editions Francis Lefebvre, n°7585.

<sup>561</sup> Mémento Sociétés commerciales 2012, *Ibid.*, n°7650. Ces points seront principalement : les demandes présentées hors délais, ou qui ont été présentées par des actionnaires ne détenant pas le capital requis, qui ne sont pas motivées ou demandant à l'assemblée générale d'adopter une résolution pour laquelle elle n'a pas compétence (les actionnaires ne peuvent donc rien imposer au conseil d'administration) : CA Aix en Provence, 28 septembre 1982, 2<sup>ème</sup> Chambre ; Rev. Soc., 1983, p.773.

<sup>562</sup> ANSA, Comité juridique n°11-012 du 2 février 2011.

<sup>563</sup> Philippe Merle, Droit commercial, Sociétés commerciales, Précis Dalloz, 12<sup>ème</sup> édition, n°54.

<sup>564</sup> Article L.225-121 C. com. : « *Les délibérations prises par les assemblées en violation des articles L. 225-96, L. 225-97, L. 225-98, des troisième et quatrième alinéas de l'article L. 225-99, du deuxième alinéa de l'article L. 225-100 et de l'article L. 225-105 sont nulles.* »

<sup>565</sup> Philippe Merle, Droit commercial, Sociétés commerciales, Précis Dalloz, 12<sup>ème</sup> édition, n°386.

des actionnaires<sup>566</sup>. Cette règle est d'ordre public et ne peut être remise en cause, même indirectement<sup>567</sup>. De plus, l'actionnaire pourra jouer sur l'effet de surprise étant donné que la question n'aura pas à être inscrite à l'ordre du jour de ladite assemblée<sup>568</sup>. En ce qui concerne la nomination des administrateurs, ce pouvoir revient bien évidemment aussi à l'assemblée générale ordinaire<sup>569</sup>. Les actionnaires auront ainsi toute une palette d'outils à leur disposition pour s'opposer aux dirigeants en place et éventuellement les remplacer lors de l'assemblée générale de la société. Ils disposent donc d'un réel pouvoir pour influencer sur le futur de la société et cette dernière disposera de peu de moyens pour s'y opposer. Mis à part de vérifier le respect des conditions de forme, la marge de manœuvre de la société est relativement limitée. Elle devra surtout répondre au fond des questions en défendant sa stratégie ou bien solidement motiver le rejet de la résolution. Selon les praticiens<sup>570</sup>, la défense de la société devra alors s'organiser par une solide préparation des réponses à apporter, aidée en cela par un banquier d'affaires et une agence de communication capable de faire passer le « bon » message aux marchés. Ce mode de défense, s'il est bien mis en œuvre, peut se révéler très efficace<sup>571</sup>. L'assemblée retrouve alors pleinement le rôle qui lui a été conféré par le législateur, à savoir le lieu où les actionnaires exercent le contrôle sur les dirigeants auxquels ils ont délégué la gestion<sup>572</sup>. Relevons enfin que le rôle du bureau de l'assemblée générale sera crucial et que les récents développements jurisprudentiels et doctrinaux pour mieux délimiter ce rôle sont

---

<sup>566</sup> Article L.225-18 alinéa 2 C. com.

<sup>567</sup> Voir ainsi l'intéressant débat concernant les parachutes dorés avant que le législateur n'intervienne en la matière : S. Messai-Bahri, Le régime juridique des parachutes dorés, Bull. Joly Sociétés 2008, p.521, n°114 ; J. El Ahdab, Les parachutes dorés et autres indemnités conventionnelles de départ des dirigeants : approche pluridisciplinaire et comparé, Rev. Soc., 2004, p.18.

<sup>568</sup> Article L.225-105 alinéa 3 C. com.

<sup>569</sup> Article L.225-18 alinéa premier C. com.

<sup>570</sup> Entretien avec Hubert Segain, Avocat associé, Herbert Smith LLP, 17 juillet 2012

<sup>571</sup> Deux exemples récents peuvent en témoigner. Avec la société Carrefour, en 2007 et 2008 le fonds de *private equity* Colony et Bernard Arnault rentrent au capital de la société en demandant la cession des murs des magasins pour augmenter la valorisation. En 2011, ils demandent à ce que les murs soient transférés à une filiale cotée (Carrefour Property) et l'ouverture du capital de cette dernière. Un *hedge fund*, Knight Vinke, s'oppose à l'opération, en estimant que l'intérêt social du bailleur (la maximisation des baux des magasins) est différent que celui de Carrefour (payer les plus faibles loyers possible). Le marché a contré une opération conforme à la *shareholder value* mais contraire à l'intérêt social de la société. Un tel argument, portée par les dirigeants, pourrait donc porter en assemblée générale. Un autre exemple est celui de Guy Wyser-Pratt tentant de faire transformer Lagardère en SA et non plus en SCA suite aux piètres résultats boursiers de la société et de son dirigeant Arnaud Lagardère. Les dirigeants ont repoussé la tentative en mettant en avant l'intérêt social de la société, notamment sa participation stratégique dans EADS, ainsi que les conséquences forcément négatives du dépeçage suite à une prise de contrôle hostile.

<sup>572</sup> Jean-Paul Valuet, Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires, Rev. Soc., 2012, p.543, n°1 : « *Le rôle de l'assemblée générale des actionnaires est fort important en France, plus important en tout cas que dans un grand pays développé comme les Etats-Unis, puisqu'après avoir été informée et après débat, elle prend les principales décisions de façon souveraine : désignation des administrateurs, orientations sur les opérations financières, modification des statuts* ».

hautement appréciables<sup>573</sup>. Il en va de même pour les évolutions souhaitées des assemblées générales<sup>574</sup>.

**194.** On peut donc douter de l'utilité de cette stratégie dans le cadre d'une campagne activiste visant à initier un changement de stratégie majeur. L'actionnaire activiste pourra recourir au dépôt de résolutions pour forcer la direction de la société cible à aborder des sujets et se voir imposer un vote sur un sujet sur lequel elle ne souhaitait pas que l'assemblée ait à se prononcer. Toute personne détenant plus de 5% du capital peut inscrire un projet de résolutions à l'ordre du jour<sup>575</sup>. Il peut s'agir de proposer des résolutions techniques pour transformer une société en commandite par actions en société anonyme, structure plus facilement opérable, comme l'avait fait l'activiste Guy Wyser-Pratt avec Lagardère. Il peut aussi s'agir de proposer des résolutions pour mettre en minorité les dirigeants et ainsi ouvrir la voie à une offre sur la société. Cependant, cette menace doit être relativisée étant donné que cela nécessite d'être certain que la résolution proposée soit adoptée ; sinon cela pourra être interprété par le marché comme une validation de la stratégie des dirigeants en place par la majorité des actionnaires, ne laissant pas de place au développement d'une future évolution du contrôle de la société. Enfin, les actionnaires activistes s'opposeront surtout publiquement aux dirigeants en assemblée générale et voteront contre les orientations stratégiques qui ne leur conviendraient pas et surtout contre la mise en place de mesures de défense anti-OPA.

**195.** Les activistes vont donc utiliser cette participation pour peser politiquement dans la société. Ils vont profiter de l'intégralité des droits qui leur sont conférés avec cette participation pour mener à bien leur campagne. Ils vont utiliser pleinement, et même maximiser, l'aspect politique de cette participation en plus de l'aspect financier contrairement aux arbitragistes qui se concentrent sur ce dernier.

---

<sup>573</sup> Jean-Paul Valuet, Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires, Rev. Soc., 2012, p.543. Le bureau doit ainsi certifier l'exactitude de la feuille de présence (Article R.225-95 C. com.) ; il doit aussi vérifier que les dispositions relatives au quorum sont bien respectées (Article L.225-96 et suivants C. com.) ; il doit aussi assurer le respect de l'ordre du jour de l'assemblée (Article L.225-105 C. com.) ; il exerce enfin le pouvoir de police de l'assemblée, cela étant communément admis par la doctrine et la pratique.

<sup>574</sup> Pierre-Henri Conac, Recommandation AMF n°2012-05, Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, publiée le 2 juillet 2012, Rev. Soc., 2012, p.596. Cette recommandation propose notamment de favoriser le dialogue entre les actionnaires et les dirigeants de la société. Le régulateur recommande ainsi d'abaisser les seuils pour le dépôt de projets de résolutions ou de points à l'ordre du jour de l'assemblée.

<sup>575</sup> Article L.225-105 C. com.

## b. L'utilisation financière de la participation : la vente à découvert.

**196. Le mécanisme économique.** Les activistes peuvent aussi avoir recours aux ventes à découvert pour couvrir le risque. Cependant, comme nous l'avons précédemment étudié, les arbitragistes auront un recours systématique à la vente à découvert pour maximiser leur participation financière. Il s'agit même probablement de l'élément de distinction le plus probant et le plus important entre les activistes et les arbitragistes. La vente à découvert tient de l'essence même des actionnaires arbitragistes comme nous l'avons précédemment relevé. Lorsque Jones a créé le premier hedge fund, il avait recours à deux outils<sup>576</sup> « *L'effet de levier qui fait appel à l'endettement afin d'accroître le rendement des capitaux propres. La vente à découvert ; en cas d'anticipation de baisse des cours, la vente à découvert consiste à vendre un titre emprunté pour le racheter plus tard à un cours inférieur* ». L'opération consiste donc à vendre un titre que l'on a emprunté à une contrepartie puis, passée la durée du prêt, aller racheter le même titre sur le marché pour le rendre à son prêteur.

**197.** Cette technique boursière peut avoir deux objectifs. Le premier est un intérêt purement spéculatif. Si l'investisseur anticipe une baisse des cours, cette manœuvre, si cette anticipation se révèle bonne, lui permettra de réaliser une plus-value avec la baisse du titre. Il aura en effet vendu plus cher le titre qu'il ne devra l'acheter sur le marché. Cette manœuvre n'est pas sans risque, une hausse du cours conduisant à réaliser une moins value, l'investisseur devant racheter le titre plus cher. De plus, la vente à découvert n'est pas neutre étant donné que l'emprunteur devra payer le prix de l'emprunt pendant toute la période, ce qui, dans certains cas, peut s'avérer extrêmement coûteux. Une autre utilisation de la vente à découvert consiste à se servir de ce mécanisme pour se protéger d'une évolution défavorable des cours. Un investisseur craignant que les titres qu'il détient ne soient orientés à la baisse peut ainsi recourir à ce mécanisme pour compenser ses pertes. Un arbitragiste peut l'utiliser dans les deux sens, soit pour se protéger contre un échec de l'opération, auquel cas le cours de la cible redescendrait, soit pour spéculer sur la réussite de l'opération en achetant des titres de la cible et vendant à découvert ceux de l'initiateur. Le cours de bourse de l'initiateur d'une offre réagit généralement négativement à celle-ci et progresse même en cas d'échec de l'offre. Cependant, en cas d'échec de l'offre, les pertes pourraient conduire un fonds à la faillite dans les cas les plus graves et, à minima, à des retraits de fonds extrêmement conséquents.

---

<sup>576</sup>Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot ; Les hedge funds, entrepreneurs ou requins de la finance ?, Perrin, p.15.

**198. L'état de la réglementation.** La réglementation française est assez permissive en la matière. Comme cela a été relevé par un rapport sur le sujet<sup>577</sup>, « *La réglementation française n'interdit pas, en temps normal, la prise de position courte sur un titre. Elle n'interdit naturellement pas l'usage d'instruments financiers à terme permettant de prendre une position économique nette à la baisse sur un titre déterminé. Elle n'exige pas que le vendeur dispose, au moment de la transaction, des titres qu'il cède. Tel est à l'évidence le cas des transactions « de gré à gré » qui relèvent, par définition, d'un accord entre les parties. Tel est aussi le cas des transactions effectuées sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociations* ». Même si l'état de la réglementation paraît extrêmement souple, notons cependant, comme l'a relevé le précédent rapport sur le sujet, qu'une limite importante existe. La règle de principe est que les titres doivent être livrés au maximum trois jours après que la vente ait été conclue<sup>578</sup>. Cette réglementation a pour but de s'assurer que l'acheteur soit effectivement et rapidement livré. Cela empêche surtout d'avoir des ordres qui sont passés sur les marchés alors que le vendeur ne peut livrer le titre, ce qui poserait un risque majeur. Elle vient limiter dans le temps les pures ventes à découvert, c'est-à-dire de virtuellement vendre un actif que l'on n'a pas pour le racheter plus tard. Un investisseur souhaitant vendre un titre sans l'avoir pour spéculer sur la baisse du cours devra voir cette baisse se réaliser dans les trois jours. Autrement dit il devra être certain de son anticipation, ou bien bénéficier d'une information privilégiée..., pour pouvoir espérer faire un bénéfice et courir le risque de s'exposer ainsi aux variations du marché pendant un laps de temps aussi court. Dès lors que la vente à découvert visera un objectif de plus long terme, cette dernière devra donc être accompagnée d'une opération d'emprunt de titres, par l'utilisation de produits dérivés, ou recourir au SRD (service de règlement différé). L'investisseur empruntera le titre, le vendra et le livrera, puis en rachètera un nouveau au moment de restituer le titre au prêteur.

**199.** Notons aussi qu'après la crise financière, et comme nous le verrons par la suite<sup>579</sup>, certaines autorités avaient interdit la vente à découvert sur certains titres en estimant que cela venait perturber les marchés financiers. Il s'agissait des titres des institutions financières, alors fortement secouées et objet de nombreuses attaques spéculatives à la baisse.

---

<sup>577</sup> Rapport du groupe de travail de l'Autorité des Marchés Financiers sur les ventes à découvert, animé par Marie-Ange Debon et Jean-Pierre Hellebuyck du 23 février 2009.

<sup>578</sup> Article 570-1 RGAMF : « *L'acheteur et le vendeur sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer les instruments financiers, à la date mentionnée à l'article 570-2* » et 570-2 du même règlement « *Sauf exceptions prévues aux articles 570-3 à 570-8 et 322-65, cette date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte intervient au terme d'un délai de trois jours de négociation après la date d'exécution des ordres* ».

<sup>579</sup> Infra n°607.

Etant donné que les Etats Membres de l'Union Européenne avaient tous adopté des mesures différentes, un récent règlement Européen est venu réglementer les conditions dans lesquelles les autorités peuvent venir interdire les ventes à découvert<sup>580</sup>. Il vient donner un rôle prépondérant à l'ESMA, la nouvelle agence de régulation européenne. La réglementation des ventes à découvert est un sujet sensible. Elles sont un outil de spéculation mais servent aussi à des industriels et à des investisseurs autres que des fonds spéculatifs à se couvrir contre les variations du marché. La réglementation de cette matière apparaît donc compliquée, le législateur ayant peur de venir perturber le bon fonctionnement du marché par une règle trop générale et inadaptée.

## **B. L'utilisation de la dissociation entre le capital et le pouvoir.**

**200.** Contrairement aux arbitragistes, les activistes vont chercher à utiliser les droits politiques conférés aux actions. Une méthode qu'eux seuls emploieront sera la dissociation entre le capital et le pouvoir pour maximiser leur poids politique au sein de l'assemblée générale de la société cible. Pour cela, les activistes ont fréquemment recours aux techniques dites d'*empty voting* consistant à utiliser le droit de vote sans pour autant être exposé à sa contrepartie économique (1). Cette pratique a été récemment réglementée dans le but d'assurer une meilleure transparence mais reste facilement utilisable (2).

---

<sup>580</sup> Communiqué de Presse du Conseil de l'Union Européenne 6625/12 du 21 février 2012.

## 1. L'empty voting<sup>581</sup>.

**201.** *L'empty voting* est une technique qui peut être mise en œuvre de différentes manières, le terme désignant plus le résultat qui est celui de l'expression d'un vote en l'absence de l'exposition économique correspondante. Ce résultat peut être le fait de l'utilisation quelque peu détournée des règles sur l'identification des actionnaires disposant de droits de vote (a). Ce résultat peut aussi être atteint avec le recours à des opérations de prêts et d'emprunts de titres (b).

### a. L'empty voting et le mécanisme de la *record date*.

**202. L'empty voting et l'activisme.** Un bon exemple pour comprendre la problématique de *l'empty voting* et des fonds activistes est le cas de Mylan laboratories<sup>582</sup>. Cette société voulait en acquérir un autre, King Pharmaceuticals, par le biais d'une offre publique d'échange. Un *hedge fund*, Perry Corporation, actionnaire important de la seconde société avait apporté son soutien à l'opération ; cependant, à l'annonce de l'offre, le marché réagit négativement et des actionnaires de l'initiateur menacèrent de ne pas approuver l'opération. Dès lors, le *hedge fund*, acquerra 9.9% des titres de l'initiateur de l'offre, Mylan, se retrouvant actionnaire des deux sociétés. Parallèlement, il entra dans des contrats d'*equity swap* avec deux banques d'investissement et couvrit l'ensemble de son exposition économique à ses actions Mylan. In fine, comme le relèvent ces auteurs, le fonds a voté à

---

<sup>581</sup> Ce phénomène a été décrit pour la première fois par Henry T.C. HU, Debt, Equity and hybrid decoupling : governance and systemic risk implications, University of Texas, 15 juin 2005. La doctrine est abondante sur cette question : Catherine Maison-Blanche et Antoine Barat, La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant tenue des assemblées : réflexions préliminaires, 2011, RTDF n°1/2, p.80 ; Dominique Bompont, Les assemblées générales d'actionnaires servent-elles encore à quelque chose ?, 2011, RTDF n°3, p.32 ; Christophe Clerc, Prêt de titres et opérations assimilées : la question du vote à vide, 2008, RTDF n°2, p.12 ; Dominique Schmidt, Empty voting et cession du droit de vote, RTDF 2011, n°4, p.90 ; Arnaud Berdou, Mieux encadrer « l'empty voting », Arnaud Bernoud, Dr. sociétés, 2011, n°11, p.3 ; Miriasi Touch et Thomas Amico, L'empty voting, RD bancaire et fin., 2008, n°5, p.7 ; Benoît Le Bars et Miriasi Touch, La lutte contre le « vote fantôme » : la solution n'est peut être pas réglementaire, Actes prat., Novembre-Décembre 2008, p.34 ; Hervé Le Nabasque, L'empty voting est à l'ordre du jour, RD bancaire et fin., mai-juin 2010, p1 ; Jean-François Biard, Proposition de loi relative au régime des prêts emprunts de titres, RD bancaire et fin. n°4, Juillet 2010, comm. 155 ; Dominique Schmidt, Empty voting, Bull. Joly Bourse, 2012, n°1, p.42 ; Alexandre-Xavier Briatte, Exercice du droit de vote, activisme en assemblée générale et cession temporaire des titres, LPA, 2006, 155, p.4 ; Gower and Davies, Principles of modern company law, 15-50, Eight Edition, Sweet & Maxwell ; Charles M Nathan, « Empty voting » and other fault lines undermining shareholder democracy : the new hunting ground for hedge funds », Corporate governance advisor, Janvier-Février 2007.

<sup>582</sup> Marcel Kahan and Edward B. Rock, *Ibid*, 1021. Cet exemple est aussi repris par Christophe Clerc, *Ibid*, RTDF, n°2, 2008.

l'assemblée générale de Mylan uniquement sur la base de ses intérêts dans l'autre société, sans détenir aucun intérêt économique dans la première. Ils relèvent aussi que l'appréhension de ce mécanisme n'est pas évident étant donné que l'*empty voting* peut être créé par des moyens divers et variés, rendant sa régulation d'autant plus compliquée. Un autre exemple<sup>583</sup> concerne la société Henderson Land située à Hong Kong qui souhaitait sortir l'une de ses filiales de la cote. Des *hedge funds* activistes ont emprunté des titres de la filiale pour s'enregistrer comme actionnaires le jour de la date d'enregistrement, puis ont revendu les titres en spéculant à la baisse. Ils ont ensuite voté contre l'opération, l'ont fait échouer<sup>584</sup> et ont réalisé une belle plus-value. Le premier exemple montre parfaitement l'une des principales stratégies d'*empty voting* utilisée par les activistes. Il s'agit de détenir des actions dont on couvre le risque économique avec des produits dérivés<sup>585</sup>.

**203.** Ces pratiques nourrissent un "*procès en illégitimité*" contre cette pratique<sup>586</sup>. Ce risque d'*empty voting* avait aussi été relevé par le rapport Mansion<sup>587</sup>. Ce dernier relevait que « *les sociétés françaises cotées, dont l'actionnariat se répartissait traditionnellement entre actionnaires individuels et institutionnels, ont vu apparaître, dans leur capital, de nouveaux investisseurs, souvent puissants, et soucieux tout autant, de peser sur les choix stratégiques que de maximiser la performance de leurs titres. (...), l'AMF ne peut se désintéresser de pratiques de marché qui confèrent les droits d'actionnaires à un acteur, certes propriétaire des actions au moment de l'assemblée, mais qui n'en assume pas clairement le risque économique. (...) les droits de vote qui s'attachent aux titres empruntés peuvent servir à soutenir des actions ponctuelles, menées par certains types d'investisseurs pour influencer sur le déroulement de l'assemblée générale pour obtenir le contrôle d'une société, sans en prendre de risque capitalistique et en toute opacité vis-à-vis des autres actionnaires et du marché* ». De manière générale, cette pratique est fortement critiquée en doctrine<sup>588</sup>. Comme le relève une étude, la pratique de l'*empty voting* ne va pas sans poser certains problèmes<sup>589</sup>. Dans ce

---

<sup>583</sup> Prêt de titres et opérations assimilées: la question du vote vide, Christophe Clerc, *Ibid*.

<sup>584</sup> Selon le droit de Hong-Kong des minoritaires peuvent s'opposer à un *squeeze out* s'ils représentent plus de 10% du flottant de la société cible.

<sup>585</sup> Henry T.C. Hu, *Ibid*.

<sup>586</sup> Prêt de titres et opérations assimilées: la question du vote vide, Christophe Clerc, *Ibid*. L'auteur relève ainsi que "*Pour les dirigeants sociaux comme pour les employés et les partenaires de la société, l'intervention en assemblée d'activistes détenant leurs titres grâce à des prêts-emprunts les conduit en outre à critiquer les règles actuelles sur le fondement du court-termisme des comportements qu'elles encourages*".

<sup>587</sup> Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, Groupe de Place présidé par Yves Mansion, Membre du collège de l'Autorité des Marchés Financiers, janvier 2008.

<sup>588</sup> Maatman et Raaijmakers, *Ibid*.

<sup>589</sup> Le Club des Juristes, Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, Avril 2010.

cas, le droit de vote ne peut plus être analysé comme étant la contrepartie du risque en capital pris par l'actionnaire, en effet, « *Un emprunteur peut voter sans supporter le même type d'aléa économique qu'un actionnaire qui détient les actions sans les avoir empruntées* ». La grande majorité de la doctrine qui s'est prononcée sur cette question est de cet avis<sup>590</sup>, à l'exception notable du professeur Dominique Schmidt<sup>591</sup>. Il estime qu'il est difficile de présumer que le vote d'un actionnaire est abusif tant que cela n'est pas déterminé par la loi. De plus, ce vote serait difficilement contraire à l'intérêt social, ce dernier étant, selon lui, déterminé par l'assemblée générale. Enfin, il estime que le droit de vote ne saurait être réservé à l'actionnaire économiquement exposé, la loi disposant même explicitement le contraire<sup>592</sup>. Malgré cet avis contraire, de nombreux instituts et organisations ont rejoint la doctrine et dénoncé les pratiques du vote à vide, dans des termes plus ou moins fermes, et on parfois appelé à l'adoption d'une réglementation pour encadrer ces pratiques<sup>593</sup>. Le Forum Européen du Gouvernement d'Entreprise a ainsi recommandé<sup>594</sup> que le droit des sociétés soit modifié pour s'assurer que les actionnaires votant en assemblée assument bien le risque économique, contrepartie de leur vote. Par ailleurs, plusieurs codes de bonne conduite pour les investisseurs institutionnels et les *hedge funds* recommandent de ne pas utiliser les droits de vote sans être exposé au risque économique correspondant<sup>595</sup>.

**204. Le mécanisme de la *record date*.** Comme le relevait Alain Pietrancosta et Jean-François Prat « *L'introduction du mécanisme de la record date (ou « date d'enregistrement ») par le décret n°2006-1556 du 11 décembre 2006 devrait faciliter les prises de participations temporaires au capital de la cible destinées à peser sur l'issue de l'assemblée générale réunie en cours d'offre. En effet, depuis l'adoption du décret n°2006-1556 du 11 décembre 2006 l'immobilisation des actions n'est plus nécessaire pour participer à l'assemblée générale,*

---

<sup>590</sup> Voir Prêt de titres et opérations assimilées: la question du vote vide, Christophe Clerc, *Ibid*: "Le droit des sociétés s'est construit sur l'idée que les associés, qui prennent un risque en capital et s'exposent à un aléa sur le versement futur de dividendes, doivent être dotés de certains moyens de contrôle propres à minimiser leur risque. C'est l'utilisé alléguée du droit de vote".

<sup>591</sup> Dominique Schmidt, Empty Voting, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> janvier 2012 n°1, p.42.

<sup>592</sup> Articles L.225-106 et L.225-126 C. com. Le législateur a reconnu sur les détenteurs de titres du fait d'une cession temporaire bénéficiaient du droit de vote et l'autre texte dispose la possibilité de donner un mandat de vote, ce mandat pouvant très bien être donné sans instruction cela s'apparentant, selon l'auteur, à de l'empty voting.

<sup>593</sup> Voir Christophe Clerc, *Ibid*. On peut aussi citer: Shareholder Voting Working group, Review for impediment to voting UK shares de janvier 2004 et Review of impediment to voting UK shares – Progress – One year on" de mars 2005; Securities Lending and Repo Committee; L'International Securities Lending Association, Securities Lending and Corporate Governance; International Corporate Governance Network; Code of the International Corporate Governance Network, 2007.

<sup>594</sup> Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, 20 février 2010.

<sup>595</sup> Il s'agit par exemple du Securities borrowing and lending code of guidance établi par le securities lending and repo committee et les lignes directrices intitulées hedge fund standards board.

*cette participation étant uniquement subordonnée à l'enregistrement comptable des actions au nom de l'actionnaire le troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, peu importe que les actions concernées soient cédées entre cette date et celle de la tenue de l'assemblée* »<sup>596</sup>. Cela est parfaitement illustré par l'exemple précédant concernant la société Henderson Land et sa filiale. Les mêmes auteurs relèvent que cette modification avait été préconisée dans le rapport d'un groupe de travail de l'AMF<sup>597</sup>, il était alors relevé que « (...) *l'immobilisation des titres, même révocable, constitue un frein à l'exercice des droits de vote et (...) il convient donc d'introduire en France le principe le plus généralisé dans le monde, qui est celui de la record date, c'est-à-dire de photographie de l'actionnariat à une date précédant celle de l'assemblée générale* ». Ce principe a ensuite fait des émules et a été définitivement adopté au niveau communautaire et imposé aux Etats Membres par la voie de la directive<sup>598</sup>.

**205.** Relevons que ce mécanisme n'est pas en soit un problème. Il vise surtout à permettre aux sociétés d'enregistrer le plus efficacement possible les personnes pouvant voter lors de leur assemblée générale et ainsi faciliter l'exercice des droits de vote. Il peut aussi être habilement détourné pour pouvoir voter lors d'une assemblée générale sans pour autant posséder des actions de la société à ce moment-là. L'actionnaire activiste empruntera des titres, n'aura donc pas d'exposition économique, se fera enregistrer comme actionnaire, puis rendra ensuite ses titres. La durée de l'emprunt, et donc son coût, seront forcément limités dans le temps<sup>599</sup>. Ce mécanisme peut venir totalement déstabiliser la direction de la société en conférant à un actionnaire normalement minoritaire, voire inexistant, la possibilité d'exercer des droits de vote représentant une partie significative du capital. L'étude précédemment citée donne l'exemple de la société British Land dans laquelle un *hedge fund*, nommé Laxey, ne détenait réellement que 1% du capital de la société, mais grâce à la combinaison de l'emprunt d'actions et du mécanisme de la record date, il a exercé des droits de vote représentant 9% du capital de la société au moment du vote de la résolution l'intéressant. L'introduction de ce mécanisme conduit donc à donner un moyen aux investisseurs activistes de maximiser leurs droits de vote sur la société, sans pour autant en subir l'aléa économique. Par ailleurs, il nous

---

<sup>596</sup> Offres publiques et droit des sociétés, Alain Pietrancosta et Jean-François Prat, in les Offres Publiques d'achat, Lexis Nexis, Litec. Voir aussi : Gower and Davies, Principles of modern company law, Eight edition, 15-48, Sweet & Maxwell.

<sup>597</sup> Rapport du groupe de travail de l'AMF présidé par Yves Mansion pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, publié le 6 septembre 2005.

<sup>598</sup> Directive n°2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées.

<sup>599</sup> Henry T.C. Hu, *Ibid.*

semble que la société sera totalement impuissante à empêcher de telles pratiques. La seule mesure défensive serait de renchérir le coût des emprunts avant toute assemblée générale, ce qui nécessite de trouver un acheteur qui accepterait de remplir cette mission, sans pour autant commettre un abus de marché. Dès lors, les entreprises cotées faisant l'objet d'une prise de participation d'un activiste sont confrontées au risque de se retrouver avec un actionnaire devenu très important le jour de l'assemblée générale sans pour autant détenir les titres correspondants à sa participation.

#### b. Le prêt et l'emprunt de titres.

**206. Les opérations réglementées.** Comme le relevait le rapport du groupe de travail de l'autorité des marchés financiers<sup>600</sup>, dans le cadre d'investisseurs souhaitant pratiquer l'*empty voting* « *il peut être recouru non seulement aux opérations de cession temporaire réglementées par le code monétaire et financier (prêt de titres dit réglementé et pension livrée), à des mécanismes de droit commun (réméré, prêt de titres de droit commun, etc...), mais également à des acquisitions fermes dont le risque est couvert ab initio soit par un engagement de rachat à terme, soit au moyen d'instruments dérivés* ». En incluant le mécanisme de la record date, les actionnaires activistes souhaitant pratiquer l'*empty voting* ont tout un panel de possibilités à leur disposition<sup>601</sup>. On peut déjà distinguer deux opérations dites réglementées pouvant permettre cette pratique, il s'agit du prêt de titres et de la pension livrée. Ces opérations sont réglementées par le Code Monétaire et Financier<sup>602</sup>. Il est en effet disposé<sup>603</sup> que l'opération de prêt de titres est soumise à la réglementation du code si elle répond à certaines conditions. Le prêt doit porter sur des titres financiers, qui ne seront pas soumis à une retenue à la source selon les dispositions du droit fiscal, qui est soumis aux *Articles 1892 à 1904 du Code Civil* et la dernière condition tient à la nature juridique du prêteur. Les dispositions qui viennent ensuite s'appliquer régissent la manière dont les titres composant le prêt doivent être sélectionnés dans ceux détenus par le prêteur ainsi que leur

---

<sup>600</sup> Rapport du groupe de travail de l'AMF présidé par Yves Mansion, *Ibid.* Voir aussi: Prêt de titres et opérations assimilées: la question du vote vide, Christophe Clerc, Colloque "Actualité boursière" du 3 avril 2008, RTDF, n°2, 2008.

<sup>601</sup> Voir aussi Maatman et Raaijmakers; *Ibid.*

<sup>602</sup> Voir la Sous section 5 sur les formes particulières de transmission de la Section 2 sur Les titres financiers du chapitre 1<sup>er</sup> du titre 1<sup>er</sup> sur les instruments financiers du livre II sur les produits de la partie législative du Code Monétaire et Financier.

<sup>603</sup> Article L.211-22 C. Mon. Fin.

comptabilisation. Cependant, aucune disposition ne vient favoriser ou gêner un prêt de titres dans le cadre de l'*empty voting*. Le Code Monétaire et Financier vient qualifier cette opération de prêt de consommation d'actions, transférant ainsi la propriété des titres à l'emprunteur et lui permettant d'exercer les droits de vote qui y sont attachés<sup>604</sup>.

**207.** Les dispositions suivantes viennent régler le mécanisme de la pension livrée. Il en est tout d'abord donné une définition « *La pension est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus* »<sup>605</sup>. Il s'agit donc d'un contrat à terme. Relevons que la cession s'effectue en pleine propriété, dès lors la personne détenant temporairement les titres pourra utiliser les droits de vote qui y sont attachés. Une autre disposition vient ensuite régler l'exécution du contrat<sup>606</sup>. Les autres dispositions portent principalement sur la réglementation de la comptabilisation de ces titres par les parties au contrat. Le législateur a donc instauré deux régimes, réglementés par le Code Monétaire et Financier, permettant de détenir des titres pendant une durée limitée, tout en pouvant exercer les droits de vote correspondants étant donné que les deux régimes emportent le plein transfert de propriété au détenteur des titres. L'avantage de ces deux régimes est bien entendu d'être l'objet de dispositions légales venant apporter une très grande sécurité juridique aux transactions qui y sont soumises.

**208. Les autres opérations.** Il nous faut aussi comprendre, comme le relève le Rapport Mansion, que les actionnaires activistes peuvent aussi utiliser des mécanismes de droit commun, et donc non réglementés pour parvenir au même résultat. Sans faire une étude exhaustive nous allons étudier deux de ces méthodes pour illustrer ce propos. Le premier est le mécanisme de la vente à réméré. Il s'agit d'un contrat de vente pour lequel le vendeur a une faculté de rachat<sup>607</sup>, ce dernier devant alors restituer le prix initialement payé. Etant donné

---

<sup>604</sup> Article L.432-6 C. Mon. Fin.

<sup>605</sup> Article L.211-27 C. Mon. Fin.

<sup>606</sup> Article L.211-30 C. Mon. Fin. : « *Au terme fixé pour la rétrocession, le cédant paye le prix convenu au cessionnaire et ce dernier rétrocède les titres financiers au cédant ; si le cédant manque à son obligation de payer le prix de la rétrocession, les titres restent acquis au cessionnaire et si le cessionnaire manque à son obligation de rétrocéder les titres, le montant de la cession reste acquis au cédant* »

<sup>607</sup> Article 1659 C. civ.

qu'il s'agit d'un contrat de vente selon les termes même du Code civil, il emportera transfert de propriété dès l'accord de volontés des parties, dès lors l'acheteur sera en mesure d'exercer les droits de vote attachés aux actions qui seront l'objet de la vente à réméré.

**209.** Une autre technique est aussi le prêt de titres de droit commun<sup>608</sup>. Le contrat est formé par la remise de la chose, c'est-à-dire la remise des titres en l'espèce. Contrairement aux autres formes de prêt, l'emprunteur devient propriétaire de la chose objet du prêt<sup>609</sup>, lui permettant de devenir actionnaire et donc d'avoir le droit de vote en assemblée générale. Ce qui est fondamental c'est que la qualité de propriétaire soit bien transférée à l'emprunteur, ceci étant une condition sine qua none pour pouvoir exercer les droits de vote attachés aux actions. Une autre technique théoriquement utilisable serait le portage d'actions. Par cette technique, une personne « porte » les actions d'une autre pendant une durée déterminée, puis les revend à un prix déterminé à une date déterminée. Maintenant que le débat juridique autour des clauses léonines semble s'être éteint et le mécanisme sécurisé<sup>610</sup> on pourrait se demander si cela ne permettrait pas de pratiquer une politique d'*empty voting*. Le porteur des actions pourrait alors s'enregistrer comme détenteur des droits de vote car il serait pleinement propriétaire des titres au moment de la date d'enregistrement. Même si cette possibilité n'est pas à exclure, il n'en reste pas moins que, selon nous, il peut arriver au même résultat par les mécanismes plus simples précédemment évoqués. Cela illustre parfaitement la diversité des mécanismes pouvant permettre la mise en œuvre d'une politique d'*empty voting*.

## **2. La nouvelle réglementation de ces pratiques.**

**210.** Le législateur est intervenu par la *Loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2012* pour réglementer l'emprunt de titres<sup>611</sup> (a) cette régulation, même si elle introduit plus de transparence, s'avérant cependant inefficace en ce qui concerne la dissociation entre capital et pouvoir créée par l'utilisation de produits dérivés (b). Il s'agit d'un élément de distinction supplémentaire entre les activistes, soumis à cette réglementation car utilisant cette pratique, et les arbitragistes.

---

<sup>608</sup> Article 1892 C. civ.

<sup>609</sup> Article 1893 C. civ.

<sup>610</sup> Com., Boverat, 24 mai 1994.

<sup>611</sup> Renaud Mortier, Modifications du règlement général de l'AMF consécutive à la loi de régulation bancaire et financière, Dr. sociétés, Mai 2011, n°5, comm. 96.

## a. La réglementation introduite par la Loi de Régulation Bancaire et Financière.

**211. L'obligation de déclaration.** L'apparition du phénomène de l'*empty voting* vient poser des questions autour de l'adéquation entre capital et pouvoir au sein de la société. Le principe de base en droit des sociétés par actions est celui selon lequel la propriété d'une action confère une voix en assemblée générale<sup>612</sup>. On ne peut cependant pas affirmer que ce principe ne connaisse aucune exception, bien au contraire. L'exception la plus frappante est celle de la SAS, société par actions dans laquelle le législateur a expressément prévu la dissociation entre capital et pouvoir<sup>613</sup>. Cette dissociation n'existe pas seulement dans la SAS, elle a aussi été introduite dans les sociétés cotées par le législateur, notamment au travers du régime des actions de préférence<sup>614</sup>. On voit donc que cette différenciation existait déjà auparavant. Cependant, la différenciation entre capital et pouvoir créée par l'*empty voting* est tout à fait différente. Elle provient de la volonté d'un seul actionnaire qui utilise des mécanismes de marchés alors que les cas prévus par le législateur nécessitent l'autorisation des autres actionnaires, à la création de la société ou lors d'une assemblée générale extraordinaire, pour que la dissociation ait lieu. Il s'agit dès lors d'une différenciation que l'on pourra qualifier de temporaire et d'économique. Elle n'est en effet pas inscrite dans les statuts de la société et prendra fin dès que l'opération économique sous-jacente (emprunt de titre, contrat de dérivé,...) cessera.

**212.** Il est dès lors apparu légitime<sup>615</sup> de la réglementer, ce qui fût fait par le législateur. Certaines propositions de régulation avaient été émises<sup>616</sup>, notamment dans le

---

<sup>612</sup> Article L.225-122 C. com., et ceci par opposition aux sociétés de personnes où un associé a droit à une voix en assemblée, quelque soit sa participation économique au capital de la société.

<sup>613</sup> Aux termes de l'Article L.227-1 alinéa 2 C. com.: « Dans la mesure où elles sont compatibles avec les dispositions particulières prévues par le présent chapitre, les règles concernant les sociétés anonymes, à l'exception des articles L.224-2, L.225-17 à L.225-126, L.225-243 et du I de l'article L.233-8 sont applicables à la société par action simplifiée ». Ainsi, l'Article L.225-122 C. com., précédemment étudié, ne trouve pas à s'appliquer dans la SAS. Cette société est donc la première, en droit français, à permettre de dissocier, par des stipulations statutaires, le lien traditionnel entre le capital social et les droits de vote. Il est parfaitement envisageable qu'un actionnaire détienne la quasi-totalité du capital, tout en étant minoritaire dans la prise de décision en assemblée.

<sup>614</sup> Article L.228-11 alinéa 2 C. com. L'alinéa 3 fournit cependant une limite : « Les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social ». Le législateur a ainsi expressément prévu la possibilité d'introduire des actions sans droit de vote, ou à droit de vote aménagé, comme l'y autorise expressément le texte « Le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou déterminable ou supprimé ».

<sup>615</sup> Le régulateur s'en était préoccupé avec le Groupe de travail présidé par Yves Mansion, Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, p.26, 6 septembre 2005.

<sup>616</sup> Prêt de titres et opérations assimilées: la question du vote vide, Christophe Clerc, Colloque "Actualité boursière", RTDF, n°2, 2008.

rapport Mansion<sup>617</sup>. La chose était cependant délicate, tant en ce qui concerne le champ d'application, que le contenu exact de la réforme (de simples mesures de transparence peuvent-elles suffire ou faut-il bannir ces pratiques?) et surtout en ce qui concerne la sanction possible, la privation du droit de vote étant une mesure radicale mais néanmoins déjà utilisée<sup>618</sup>. Le législateur a opté pour une obligation de transparence<sup>619</sup>. Cette obligation vise l'ensemble des opérations pouvant conduire à une pratique d'*empty voting*<sup>620</sup> : les prêts-emprunts de titres, les pensions livrées, le contrat de fiducie, le portage via les promesses croisées, la vente à réméré et une acquisition de titre avec une promesse d'achat corrélative. L'obligation de déclaration se fait dès que la personne visée peut exercer plus de 0.5% des droits de vote de la société. L'absence de déclaration emportant la privation des droits de vote pour une durée maximum de cinq ans si le tribunal de commerce est saisi par la société ou un autre actionnaire<sup>621</sup>. Les mêmes auteurs estiment aussi qu'une sanction par l'AMF ne serait pas possible pour un manquement à l'obligation de transparence<sup>622</sup>. Nous regarderons avec attention le fonctionnement de cette nouvelle obligation de déclaration et éventuellement du mécanisme de sanction du fait des multiples difficultés pratiques qui ne manqueront pas de survenir.

---

<sup>617</sup> Rapport Mansion *Ibid.*

<sup>618</sup> On peut notamment penser à la privation des droits de votes qui peut être prononcée comme sanction d'un défaut de déclaration des franchissements de seuils, Article L.233-14 C. com.

<sup>619</sup> La loi numéro 2010-1249 du 22 octobre 2010 dite Loi de régulation bancaire et financière a introduit l'article L.225-126 I C. com. qui dispose que : « *Lorsque les actions d'une société dont le siège social est établi en France sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'espace économique européen, toute personne, à l'exception des personnes visées au 3° du IV de l'article L.233-7, qui détient, seule ou de concert, au titre d'une ou plusieurs opérations de cession temporaire portant sur ces actions ou de toute opération lui donnant le droit ou lui faisant l'obligation de revendre ou restituer ces actions au cédant, un nombre d'actions représentant plus du deux centième des droits de vote informe la société et l'Autorité des marchés financiers, au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'assemblée générale à zéro heure, heure de Paris, et lorsque le contrat organisant cette opération demeure en vigueur à cette date, du nombre total d'actions qu'elle possède à titre temporaire. Cette déclaration doit comporter, outre sur le nombre d'actions acquises au titre de l'une des opérations susmentionnées, l'identité du cédant, la date et l'échéance du contrat relatif à l'opération et, s'il y a lieu, la convention de vote. La société publie ces informations dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers* ».

<sup>620</sup> Catherine Maison-Blanche et Antoine Barat, La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant tenue des assemblées : réflexions préliminaires, RTDF, n°1/2, 2011, p.80.

<sup>621</sup> Article L.225-126 C. com. : « *II. A défaut d'information de la société et de l'Autorité des marchés financiers dans les conditions prévues au I, les actions acquises au titre de l'une des opérations mentionnées au même I sont privées de droit de vote pour l'assemblée des actionnaires concernée et pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à la revente ou la restitution desdites actions. Les délibérations prises par l'assemblée d'actionnaires en violation du présent II peuvent être annulées. III. Le tribunal de commerce dans le ressort duquel la société a son siège social peut, le ministère public entendu, sur demande du représentant de la société, d'un actionnaire ou de l'Autorité des marchés financiers, prononcer la suspension totale ou partielle, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, de ses droits de vote à l'encontre de tout actionnaire qui n'aurait pas procédé à l'information prévue au I* ».

<sup>622</sup> Article L.621-14 C. com.

**213. Les limites à la réglementation.** L'étude de la pratique de l'*empty voting* et de sa régulation nous a conduits à conclure que l'objectif en question, c'est-à-dire voter en assemblée générale sans pour autant être exposé économiquement aux variations du titre de la société, pouvait être atteint par plusieurs mécanismes différents ; que ce soit une utilisation habile de la date d'enregistrement ou la création de couverture avec des produits dérivés.

**214.** L'ensemble de ces mécanismes et outils répondent principalement à des besoins économiques particuliers. L'introduction du mécanisme de la *record date* vise à enregistrer au mieux les actionnaires pour déterminer qui pourra alors voter lors de l'assemblée générale. De la même manière, les produits dérivés ont généralement été développés pour protéger leurs détenteurs contre tout risque économique. En aucun cas ces mécanismes ont été développés dans le but de mettre en œuvre des politiques d'*empty voting*, dès lors tout débat sur une nouvelle approche réglementaire devra prendre en compte ces objectifs primaires. Par ailleurs, le fait de ne pas être économiquement exposé à sa participation ne doit pas appeler automatiquement à une réglementation. Au contraire, cela peut être utile pour beaucoup d'investisseurs qui, ne pouvant se défaire d'une participation, souhaitent en neutraliser les effets négatifs. Surtout, comme cela a été relevé par l'AMF,<sup>623</sup> le mécanisme des ventes à découvert est fondamental car il permet d'assurer la liquidité du marché.

#### b. L'utilisation de produits dérivés pour neutraliser le risque économique.

**215. La couverture du risque économique.** Comme nous l'avons vu précédemment, un acteur du marché souhaitant pratiquer une politique d'*empty voting* pourra utiliser deux méthodes. La première consiste à se faire enregistrer comme étant un actionnaire de la société lors de la date d'enregistrement précédant l'assemblée générale, sans pour autant avoir réellement acheté des actions de la dite société. La seconde consiste au contraire à acheter des actions de la société sur le marché mais à en neutraliser le risque économique avec l'utilisation de produits dérivés. Relevons tout d'abord qu'il nous paraît faux d'affirmer que dans ce second cas de figure l'actionnaire n'est pas sujet au risque de dépréciation des titres. Il y est juridiquement sujet, mais économiquement couvert ; il subira bien la baisse des titres

---

<sup>623</sup>Rapport du groupe de travail de l'Autorité des Marchés Financiers sur les ventes à découvert, animé par Marie-Ange Debon et Jean-Pierre Hellebuyck du 23 février 2009.

mais l'activation des produits dérivés mise en place lui permettra d'éviter d'en subir le risque économique.

**216.** L'exemple de King Pharmaceuticals démontre que l'opération se déroule généralement en deux temps. Tout d'abord l'actionnaire activiste acquerra des actions de la société dans laquelle il veut exercer les droits de vote (il peut donc s'agir de la société cible de l'offre, de la société initiatrice de l'offre ou encore d'un éventuel chevalier blanc, l'actionnaire activiste souhaitant alors que l'offre initiale l'emporte). Il en acquerra à proportion nécessaire pour avoir une influence déterminante lors de l'assemblée générale. Par la suite le fonds cherchera à couvrir sa participation en recourant à des produits dérivés. Il rentrera dans un contrat de dérivé avec, le plus généralement, une banque d'investissement. L'objet économique de ces contrats sera la couverture du risque, l'actionnaire activiste souhaitant uniquement utiliser les droits de vote associés à ces actions, mais refusera d'essayer les pertes en cas de baisse du cours de bourse. Ainsi, s'il souhaite se couvrir contre un risque de baisse, l'activiste pourra prendre un contrat d'option de vente, dénommé *put*. Il n'aura qu'à payer la prime à sa contrepartie mais sera en mesure de réaliser une plus value sur la baisse des titres si ces derniers accusent une baisse rendant l'exécution du dérivé intéressante pour l'actionnaire activiste. Ce dernier, comme ce fût le cas avec le fond Perry, pourra aussi utiliser un contrat d'*equity swap* pour parvenir à un résultat similaire. L'une des jambes du *swap* sera composée d'un taux d'intérêt et l'autre d'une action. Le fonds échangera alors un taux d'intérêt contre la performance d'une action. Le contrat ne sera réalisé que si l'action varie défavorablement aux intérêts de l'activiste, ce dernier demandant alors le paiement de la différence pour couvrir ses pertes. La couverture économique fournie par ces outils est renforcée par le fait qu'ils seront généralement dénoués en numéraire et non en titre. C'est-à-dire que l'actionnaire préférera se voir payer la différence entre les deux valeurs par la banque plutôt que de se voir livrer des titres qu'il devra par la suite se charger de revendre sur le marché. Grâce à ce mécanisme l'actionnaire détiendra une participation au sein de la société sans pour autant être exposé au risque économique attaché à cette participation et sans avoir à procéder à une déclaration étant donné qu'il ne recourt pas forcément à un emprunt de titres.

**217. La maximisation du poids de la participation actionnariale.** De manière plus large, l'utilisation de l'*empty voting* avec des produits dérivés par les activistes leur permettra de maximiser le poids de leur participation au sein de la société. La possibilité de neutraliser le risque économique vient faciliter la constitution d'une participation importante au sein

d'une société cotée en neutralisant le risque de perte qui lui est associé. Dès lors, la seule entrave majeure à la constitution d'une telle participation sera surtout la capacité de l'actionnaire activiste à mobiliser des capitaux pour pouvoir acheter le nombre d'actions nécessaires. Cette observation doit être relativisée.

**218.** Même si cela apparaît possible sur le plan théorique, il semble peu probable qu'un investisseur trouve des banques d'investissement qui soient prêtes à lui offrir une couverture suffisante pour protéger l'ensemble de son exposition économique sur la société cible. Il apparaîtrait aussi peu logique pour un tel actionnaire de pousser une opération, tout en se prémunissant contre son échec potentiel. Dès lors, le recours aux produits dérivés pour couvrir une prise de participation se fera plus dans le cas de l'exemple précédemment illustré, c'est-à-dire pour couvrir une prise de participation dans une autre société impliquée dans l'opération, mais ne sera pas utilisé pour couvrir la participation principale. Cette remarque en appelle une plus générale sur l'utilisation des méthodes d'*empty voting*. Ces méthodes seront généralement complémentaires à une participation principale, elles viendront compléter cette dernière mais ne seront pas à même de la remplacer. Les produits dérivés ne seront pas achetés pour couvrir la position principale de l'activiste dans la société cible ; de même l'utilisation du mécanisme d'emprunt de titres couplé à la record date se fera généralement pour maximiser les droits de vote de l'actionnaire, ce dernier détenant déjà une participation significative dans la société.

**219. Conclusion du chapitre.** L'arbitrage financier constitue un comportement particulièrement répandu parmi les investisseurs financiers. On peut même estimer que la grande majorité des investisseurs pratiquent l'arbitrage en jouant sur la différence entre deux valeurs. Certains actionnaires vont consacrer ce comportement en véritable stratégie actionnariale. Ils vont intervenir dans les offres publiques étant donné que ces dernières confèrent une opportunité d'arbitrage particulièrement attractive et facile à réaliser. Ces actionnaires vont jouer un rôle important dans les offres publiques en prenant des participations importantes au capital, mais aussi en créant la possibilité, pour les autres actionnaires, de vendre leurs titres. Cette pratique, sur le plan théorique, se distingue totalement de l'activisme actionnarial tant les stratégies sont différentes. L'un va profondément s'impliquer dans la vie de la société alors que l'autre ne cherchera qu'à réaliser rapidement une plus-value. Cette différence est malaisée à établir en pratique. Les actionnaires activistes et arbitragistes vont partager des techniques et des comportements communs et il ne sera pas évident de les différencier. Par exemple, ces deux actionnaires

pourront avoir recours aux ventes à découvert, même si d'autres techniques, comme les *proxy fights*, semblent plus réservés aux actionnaires activistes.

**220.** L'arbitrage s'oppose néanmoins clairement à l'activisme actionnarial. Dans le premier cas, il s'agit clairement d'un comportement qui ne va pas porter une attention très développée à la société dans laquelle l'investisseur achète des titres. Au contraire, il s'agit d'un comportement se focalisant principalement sur la réalisation d'une plus-value à l'occasion de l'offre publique. L'investisseur ne s'intéressera aux fondamentaux de la société que si ces derniers sont en mesure d'influencer la réussite ou l'échec de l'offre. C'est ce dernier critère qui sera déterminant pour ces actionnaires et non l'intérêt stratégique de l'opération pour la société. L'arbitrage traduit donc le comportement d'un actionnaire qui ne portera pas un grand intérêt à la société et qui aura une attitude plutôt passive. Ces actionnaires ne seront donc clairement pas pleinement impliqués dans la vie de la société. Ils rentreront au capital de cette dernière à l'occasion d'une opération déterminée et avec la volonté de réaliser une opération financière sans pour autant vouloir être pleinement lié au contrat social.

## **Deuxième sous-partie. Le comportement de court-terme et la notion d'actionnaire de court-terme.**

**221.** Les actionnaires peuvent adopter des comportements différents pendant les offres publiques. Certains de ces comportements seront uniquement à court-terme. Ces actionnaires de court-terme adoptent des stratégies spécifiques qui les distinguent du reste des investisseurs. Etant donné que ces actionnaires vont jouer un rôle déterminant il apparaît intéressant de s'interroger sur l'adéquation de ce comportement avec la notion d'actionnaire et la vision qu'a le législateur. Ce dernier, en édictant la législation, avait une vision spécifique de l'actionnaire qui n'est pas en accord avec le comportement des actionnaires de court-terme.

## **Chapitre 1. Un comportement conforme à la qualification.**

222. L'arbitrage financier apparaît clairement comme étant un comportement particulier n'apportant pas une attention particulièrement développée à la société dans laquelle ils détiennent une participation. Ce comportement n'est pas forcément en inadéquation avec la vision du droit pour autant. Le droit des offres publiques est né il y a plus de vingt ans<sup>624</sup> et n'a cessé d'évoluer depuis<sup>625</sup>. Cette évolution a touché la vision qu'on avait de la place et du rôle de l'actionnaire lors d'une telle offre. L'actionnaire a toujours été plus ou moins au cœur de l'offre étant donné qu'il en est le destinataire principal. Avec l'évolution découlant du droit européen, il a définitivement été sacré comme étant l'alpha et l'oméga de l'offre publique. Le collègue des actionnaires, sans distinction aucune entre ces derniers, est le juge unique pour décider du destin de l'offre et aucune force extérieure ne doit l'influencer. L'arbitragiste est donc, en apparence tout du moins, totalement légitime pour adopter un tel comportement (§1). Cette légitimité juridique peut être remise en question aux vues des résultats produits par l'arbitrage, notamment par rapport à d'autres comportements et particulièrement par rapport à l'activisme. L'activisme actionnarial participe indéniablement à la création de valeur actionnariale de manière générale et tout particulièrement pendant les offres publiques. Au-delà même de la valeur actionnariale, l'activisme dégage un bilan plutôt positif dans le cadre des offres publiques. Il en va différemment pour l'arbitrage financier. Si ce dernier dégage un bilan essentiellement positif pour les actionnaires le pratiquant, il n'est pas certains que ce retour financier profite réellement à l'ensemble des actionnaires. Paradoxalement, cette pratique a acquis une place absolument déterminante dans les offres publiques et constitue un phénomène majeur. Surtout, la relation entre l'arbitrage et le succès ou l'échec de l'offre est absolument limpide. Ce comportement actionnarial, dont les résultats doivent encore être démontrés, détermine clairement l'évolution d'une offre publique et sa destinée (§2).

---

<sup>624</sup> Laurent Faugérolas, Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA, Bull. Joly Bourse, 2012, p.538.

<sup>625</sup> Une réforme est d'ailleurs attendue en 2013 pour renforcer les défenses des sociétés à l'encontre des OPA dites hostiles. Laurence Boisseau, La loi contre les OPA hostiles suscite de très vives critiques, Les Echos, 1er mai 2013.

## **§1. Un comportement à priori conforme au droit actuel.**

**223.** Un actionnaire pratiquant l'arbitrage financier adopte un comportement particulier mais est propriétaire des titres et reste donc actionnaire de la société. L'actionnaire s'est vu mis au cœur des offres publiques par l'évolution de la réglementation. Cette dernière a du choisir entre les différents intérêts à défendre lors des offres publiques et effectuer un choix. Le législateur a choisi de placer l'actionnaire comme le juge ultime de l'offre publique et de placer la défense de ses intérêts au centre de cette réglementation. Dès lors, les actionnaires sont les juges ultimes de l'offre publique qui sera lancée sur la société dont ils sont les propriétaires. L'arbitrage financier correspond parfaitement à cette évolution de la philosophie sous tendant la réglementation étant donné que l'arbitragiste reste un actionnaire de la société (A). Ces actionnaires adoptant ce comportement se retrouvent donc au centre d'une réglementation spécialement adaptée à eux. Cette dernière se fonde notamment sur des principes généraux venant encadrer le déroulement des offres publiques. Ces derniers sont totalement tournés vers la protection des actionnaires pour que l'offre se déroule au mieux de leurs intérêts. Il apparaît donc extrêmement délicat de tirer profit de la réglementation pour neutraliser une stratégie arbitragiste qui nuirait à la société. Ces principes ont une vocation de protection de l'ensemble des actionnaires et ne posent pas de contrainte sur ces derniers (B).

### **A. La place de l'actionnaire dans les offres publiques.**

**224.** La réglementation sur les offres publiques est née suite à l'apparition de cette pratique et à la nécessité de l'encadrer. Un arbitrage fondamental a dû être effectué entre les intérêts à protéger pendant cette période cruciale pour la vie de la société et notamment sur le rôle de l'actionnaire à ce moment. Il y a donc eu toute une évolution historique qui a été couronnée par la directive européenne qui est venue placer l'actionnaire au cœur du mécanisme de l'offre (1). L'actionnaire pratiquant l'arbitrage financier adopte un comportement lié à sa qualité d'actionnaire et a donc une pratique qui est, à priori, conforme à la législation actuelle (2).

## 1. L'actionnaire au centre de l'offre.

225. La réglementation des offres publiques a évolué au fil du temps et n'a cessé de chercher à trouver un équilibre entre les différents intérêts à protéger en période d'offre (a). Elle s'est finalement fixée, tant au niveau national et européen, pour venir placer l'actionnaire au cœur du processus (b).

### a. L'évolution historique.

226. **La réglementation des offres publiques.** La première question peut déjà être de se demander si la réglementation des offres publiques est nécessaire. Les pouvoirs publics, dans l'ensemble des juridictions, ont apporté une réponse doublement positive à cette question. La première raison tient à la nécessité de protéger l'ensemble des actionnaires quel que soit leur niveau de participation au capital. Cette idée est centrale dans la raison d'une réglementation des offres publiques, elle implique qu'aucune distinction ne soit faite entre les différents actionnaires et qu'ils soient tous traités sur un pied d'égalité<sup>626</sup>. L'autre raison d'être d'une réglementation des offres publiques est aussi de protéger ces mêmes actionnaires et d'avoir un processus ordonné. Une offre publique ne doit pas pouvoir donner prétexte aux dirigeants pour modifier la consistance de l'entreprise en cherchant à protéger l'entreprise contre un rapprochement qui n'irait pas dans un sens qu'ils jugeraient pertinent.

227. Cette réglementation des offres publiques porte sur des enjeux différents<sup>627</sup>. En premier lieu, « *L'objectif de toute politique législative en matière d'offre publique est, dans une économie libérale où les mouvements de capitaux sont libres, de permettre les regroupements de sociétés entre elles afin de les rendre plus compétitives dans un monde concurrentiel* »<sup>628</sup>. Les phénomènes de rapprochement des entreprises sont absolument vitaux pour le dynamisme d'une économie et, économiquement, les sociétés cotées en bourse doivent aussi pouvoir être en mesure de se rapprocher avec d'autres entreprises. Les OPA

---

<sup>626</sup> Infra n°250.

<sup>627</sup> Hubert de Vauplane, Droit des offres publiques – Le cadre réglementaire et institutionnel, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec.

<sup>628</sup> *Ibid*, n°14.

« *participent à la mobilité et à la vitalité du tissu économique* »<sup>629</sup>. On peut estimer que les offres publiques sont un moyen comme un autre de mener à bien un rapprochement entre deux sociétés, d'autres moyens existant (transfert d'actifs,...)<sup>630</sup>. La réglementation doit donc s'assurer que les offres publiques puissent se dérouler normalement afin de permettre ces rapprochements nécessaires à l'économie. Un autre enjeu de la réglementation va être de permettre le fonctionnement efficient du marché du contrôle (*market for corporate control*)<sup>631</sup>. Selon cette théorie, si une offre publique est possible alors, les dirigeants de peur de voir l'entreprise se faire racheter et de se voir évincer, seront amenés à gérer au mieux la société. Autrement dit, « *la pression de la concurrence sur le marché permet de discipliner le comportement des dirigeants afin que ceux-ci soient toujours en situation de gérer de façon optimum la société qu'ils dirigent* »<sup>632</sup>. Permettre les offres hostiles sur les sociétés doit donc contribuer au bon fonctionnement de l'économie en générale étant donné que la pression créée sur les dirigeants incitera fortement ces derniers à correctement gérer la société. On peut estimer que la réglementation des offres publiques permet de protéger les actionnaires et de garantir la confiance des investisseurs dans le marché. Elle permet de favoriser le développement économique en permettant les opérations de rapprochement entre les sociétés et en favorisant une meilleure gestion des sociétés cotées. Ces objectifs n'ont cependant pas toujours été partagés et la réglementation a fait l'objet d'une évolution historique.

**228. L'historique de la réglementation des offres publiques.** La réglementation des offres publiques a subi une longue évolution étant donné qu'il s'agit de trouver une balance optimale entre plusieurs intérêts divergents<sup>633</sup>. Le premier enjeu est qu'un investisseur disposant des capacités financières induites par l'opération soit en mesure de racheter la société cible de l'offre. La réglementation doit s'assurer qu'aucun obstacle majeur, ou trop important, puisse venir entraver une volonté de rapprochement d'un autre acteur. En cela, elle doit s'assurer que toute offre soit équitable pour l'ensemble des actionnaires de la société cible de l'offre. Autrement dit, elle doit s'assurer que l'ensemble des actionnaires soient traités de manière égalitaire. Le second enjeu est que la prise de contrôle d'une société ne doit pas non plus être trop facile, trop simple. Le simple fait de lancer une offre ne doit pas se traduire par le succès de cette dernière étant donné que certaines offres sont dépourvues de

---

<sup>629</sup> *Ibid.*

<sup>630</sup> D. Kershaw, *Company Law in Context: text and materials*, Oxford University Press, 2010, *The Market for corporate control*.

<sup>631</sup> H.G Manne, *Mergers and the market for corporate control* (1965), 73 *Journal of Political Economy* 110

<sup>632</sup> Hubert de Vauplane, *Ibid*, n°15.

<sup>633</sup> Hubert de Vauplane, *Ibid*, n°18.

toute logique industrielle. Les dirigeants de la société cible doivent être en mesure de s'opposer à une offre et de défendre leur modèle ou de proposer un modèle alternatif. Cet aspect est extrêmement important étant donné que l'absence de toute possibilité de défense ne serait de toute façon qu'extrêmement mal comprise dans l'opinion publique. Les offres publiques donnent généralement lieu à d'importantes batailles boursières avec d'importants enjeux sociaux. Le fait qu'une offre hostile, suscitant généralement de la crainte, puisse réussir trop facilement ne serait que difficilement toléré sur un plan politique. Comme le relève la doctrine la plus autorisée<sup>634</sup>, « *L'histoire de la réglementation en matière d'offre publique est celle d'un mouvement de balancier oscillant entre le souci de protéger les sociétés cibles en cas d'offre hostile et celui de faciliter les prises de contrôle de sociétés par des tiers* »<sup>635</sup>. L'histoire de la réglementation des offres publiques est donc celle de la recherche d'un équilibre par un législateur tiraillé par deux options différentes. L'actualité récente en donne un bon exemple. Alors qu'on peut estimer que la transposition de la directive européenne a plutôt tendance à aller dans le sens d'une favorisation des offres hostiles, le législateur français émet des idées pour chercher à rééquilibrer le processus en renforçant les défenses des sociétés cibles d'offres hostiles<sup>636</sup>. Il n'est donc clairement pas évident de trouver une ligne directrice dans la réglementation en la matière. « *Le problème principal dans ce débat réside en ce que chacun des deux objectifs est parfaitement louable en lui-même. Tout dépend de la volonté du législateur à mettre l'accent sur l'un ou l'autre en fonction d'options politiques, économiques ou sociales* »<sup>637</sup>. Les deux orientations trouvant des arguments pertinents, il apparaît que le législateur n'ait pas encore trouvé le moyen de trancher entre elles.

**229.** Cette absence d'orientation se traduit dans l'évolution de la réglementation de ces opérations de marché. Les premiers pas du régulateur, à l'époque la Commission des Opérations de Bourse, sont d'ailleurs timides<sup>638</sup>. Sa première recommandation conseille aux dirigeants d'agir prudemment à l'occasion d'une offre publique<sup>639</sup>. Elle estime que seuls les actionnaires doivent être en mesure d'assurer, ou non, le succès de l'offre. Les dirigeants, utilisant l'intérêt social comme critère de discernement, ne doivent donc pas adopter une conduite, ou faire des actes, pouvant empêcher les actionnaires de décider librement. C'est à

---

<sup>634</sup> Alain Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse Paris I, 1999.

<sup>635</sup> Hubert de Vauplane, *Ibid*, n°19.

<sup>636</sup> Alain Pietrancosta, *Le droit français des OPA : entre Charybde et Scylla ?*, Les Echos, 19 juin 2013.

<sup>637</sup> Hubert de Vauplane, *Ibid*, n°20.

<sup>638</sup> *Ibid*, n°24.

<sup>639</sup> Décision Générale de la COB, 26 juillet 1974.

cette époque qu'apparaissent les premières décisions qui donneront naissance aux principes généraux des offres publiques, favorables aux actionnaires. La deuxième avancée importante a été le fait de la législation. En 1989, le législateur<sup>640</sup>, en donnant un nouveau souffle à la Place de Paris, réforme en profondeur le droit des offres publiques en introduisant l'offre publique obligatoire et l'action de concert. Ces deux éléments viennent protéger les actionnaires minoritaires et sont des outils majeurs de la lutte contre les prises de contrôle rampantes. L'ensemble de cette législation, et de la jurisprudence, penche en faveur d'une neutralisation des mesures de défense et d'une facilitation des offres hostiles. Le régulateur reconnaît explicitement le caractère licite de certaines mesures de défenses anti-OPA<sup>641</sup>. Cette difficulté de trancher le débat se retrouve aussi dans la directive européenne en la matière<sup>642</sup>. De prime abord, il s'agit du triomphe de la conception libérale de la vision des offres publiques. Cette directive a pour objectif de lever tout obstacle aux prises de contrôle des sociétés cotées<sup>643</sup>, notamment en neutralisant l'ensemble des mesures de défense, tout en protégeant les actionnaires minoritaires. Cependant, le nombre de dérogations et d'options possibles viennent brouiller la ligne générale. Concrètement les actionnaires seront les juges de l'offre, sauf si l'initiateur vient d'une juridiction ne disposant pas d'une législation équivalente en matière de défense anti-OPA et si l'Etat membre a choisi d'utiliser l'option offerte par la directive en la matière. In fine, il apparaît difficile de clairement définir quelle ligne a été choisie par le législateur européen tant la directive semble être issue d'un compromis permanent. Il en va de même avec la transposition en droit français<sup>644</sup>. Même si la ligne libérale a été choisie, le législateur français s'offre maintenant l'intention de l'amender en cherchant à protéger les entreprises contre les OPA hostiles<sup>645</sup>. Malgré ces perturbations, il apparaît cependant que la clé de voûte du droit des offres publiques à l'heure actuelle reste bien l'actionnaire. Il y a une claire volonté de placer ce dernier au cœur de l'offre. Les tergiversations législatives reposent plus sur la question de savoir si les dirigeants doivent pouvoir, dans certains cas, intervenir pour protéger la société. L'ensemble des textes prévoient cependant que l'actionnaire est au cœur de l'offre et que lui seul doit pouvoir se prononcer sur le destin de la société.

---

<sup>640</sup> Loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.

<sup>641</sup> Hubert de Vauplane, *Ibid*, n°26 et suivants.

<sup>642</sup> *Ibid*, n°30 et suivants.

<sup>643</sup> Voir notamment le considérant 19 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>644</sup> François Marc et Juliette Meadel, *Projet de loi OPA : des actionnaires trop puissants...*, Les Echos, 6 mars 2006.

<sup>645</sup> Alain Pietrancosta et Hervé Pisani, *Le droit français des OPA : de Charybde en Scylla ?*, Les Echos, 19 juin 2013.

## b. L'actionnaire juge de l'offre.

**230. La légitimité supérieure de l'actionnaire.** L'actionnaire détient une légitimité supérieure sur les autres acteurs étant donné qu'ils sont les propriétaires de la société. Cela a été rappelé, et remis au centre du débat, avec le développement de théories économiques<sup>646</sup> portant une vision plaçant l'actionnaire au centre de la conception de la société. « *Les théories économiques de l'agence et des coûts de transaction ont permis de replacer l'actionnaire au centre des préoccupations, reléguant les dirigeants au rôle d'agent, de fiduciaire ou de mandataire des actionnaires* »<sup>647</sup>. Il sera le détenteur du pouvoir ultime dans la société. Les dirigeants ne sont d'ailleurs que ces agents, ou ses mandataires.

**231.** Cette légitimité de l'actionnaire est renforcée lorsqu'on compare sa légitimité à celle d'autres parties. L'actionnaire sera le seul à porter le risque économique de la société sans disposer de réelles garanties. A l'inverse d'un créancier il ne disposera pas de sûretés pouvant lui garantir son apport de fonds initial. La rémunération qu'il percevra dépendra du résultat de la société, contrairement aux dirigeants et aux salariés. Surtout, l'actionnaire sera la seule partie, dans la société, à réellement porter le risque économique. Il investira dans une société en fonction de son modèle économique et aura parfaitement conscience du risque de perte s'il se trompe. L'actionnaire fournit les fonds nécessaires au développement de la société et bénéficie donc d'une place principale pour pouvoir contrôler le développement de celle-ci.

**232. L'actionnaire juge ultime de l'offre publique.** L'actionnaire étant le propriétaire de la société il est normal qu'il soit le seul à pouvoir accepter ou refuser une offre qui lui est proposée. L'offre publique reste une proposition de rentrer dans un contrat de vente ou d'échange avec le propriétaire du bien convoité. Il apparaît dès lors logique, comme en droit commun des contrats, que ce propriétaire soit libre d'accepter ou de refuser cette offre. Cette liberté n'est réellement possible que si aucun tiers ne vient entraver le processus d'acceptation ou de refus. C'est la préservation de cette liberté que le droit des offres publiques entend protéger en plaçant l'actionnaire au cœur de l'offre publique. C'est cette

---

<sup>646</sup> Hubert de Vauplane, *Ibid*

<sup>647</sup> Hubert de Vauplane, *Ibid*, n°13.

philosophie qui conduisit le législateur européen à encadrer la possibilité, pour les dirigeants, à avoir recours aux mesures de défense anti-OPA<sup>648</sup>.

**233.** L'actionnaire bénéficie d'une légitimité particulière car totalement reconnue par la législation. Il n'est pas légitime uniquement par la pratique ou des constatations économiques. Il est légitime à être l'arbitre de l'offre publique car le législateur a décidé de fonder la législation en la matière autour de cette qualité d'actionnaire. C'est le législateur qui a en partie, même si cela n'est pas totalement clair, tranché le débat non pas de savoir qui devait être l'arbitre dans les offres publiques mais plutôt quelle devait être la liberté dont il disposait pour effectuer son choix. La ligne suivie par le législateur est que l'actionnaire, juge naturel de l'offre, doit être libre d'effectuer son choix et ne pas se voir priver de cette opportunité par l'intervention d'un tiers, notamment des dirigeants. Mises à part les exceptions liées à la réciprocité entre Etat, les dirigeants ne pourront pas intervenir pour altérer cette liberté de jugement.

## **2. L'arbitrage : une pratique à priori conforme.**

**234.** L'arbitrage est un comportement fondé sur une prise de participation au capital. L'investisseur est donc un actionnaire comme les autres et cela colle parfaitement à la vision de la réglementation (a). Cela vient lui conférer à priori une certaine légitimité quel que soit le comportement qu'il adopte (b).

### **a. Une définition de l'actionnaire correspondant à l'arbitrage.**

**235. La difficulté d'appréhender l'actionnaire.** Relevons tout d'abord que cette place ne peut être étudiée que si les actionnaires ont bien la qualité d'actionnaire. Ils doivent donc être propriétaires de titres de la société. Cela paraît évident mais peut poser une réelle question. Nous avons précédemment démontré que les actionnaires arbitragistes utiliseront le mécanisme des ventes à découvert pour prendre position lors de l'offre. De ce fait ils ne seront pas propriétaires des actions de la société, tout du moins tant qu'ils n'auront pas acquis

---

<sup>648</sup> Infra n°674 et suivants.

les titres de la société. Ils n'auront donc pas la qualité d'actionnaires à ce moment, ils ne seront que détenteurs d'une possibilité de l'être dans le futur. Cette situation n'étant pas envisagée par la directive sur les offres publiques il apparaît difficile d'estimer que les arbitragistes dans cette situation puissent avoir une qualité spécifique lors d'une offre publique. Nous pensons donc qu'un arbitragiste ne pourra pas être analysé comme un actionnaire tant que ce dernier ne détiendra pas en propre des actions de la société. Relevons que la contrepartie, généralement une banque d'investissement, qui aura acheté des titres de la société cible pour se couvrir, adoptera une attitude généralement passive à l'offre publique. Un investisseur n'ayant qu'une exposition économique à la société ne pourra pas prétendre à la légitimité conférée à la qualité d'actionnaire. De la même manière, si un actionnaire détient une exposition économique, il n'aura aucune légitimité en plus. Seules les actions détenues confèrent la possibilité et la légitimité pour juger des qualités de l'offre. Cette question apparaît fondamentale à l'heure actuelle, notamment aux vus du développement des moyens financiers pour différencier exposition économique et propriété juridique.

**236.** Une autre question découle de cette constatation de la différence entre propriété juridique et exposition économique. Ces dernières décennies ont vu le développement de la gestion financière. Les particuliers, et les entreprises, ne gèrent plus directement leurs actions en bourse mais confient cette gestion à des gérants spécialisés<sup>649</sup>. Cela s'est traduit par une multiplication des intermédiaires entre la société et les épargnants<sup>650</sup>. Ce mouvement s'est accompagné d'un déclin de la confiance tout au long de la chaîne d'investissement<sup>651</sup>. A l'heure actuelle, il apparaît clairement que le lien entre la société et les épargnants, autrement dits ses apporteurs de fonds, est rompu. Ces derniers ne sauront généralement pas dans quelle société leurs actions sont investies et ne recevront pas d'information sur la vie sociale de cette dernière. De prime abord, cela ne pose pas de problème pour la légitimité de l'actionnaire en période d'offre publique. Le fonds de gestion sera le propriétaire des titres, c'est à lui que s'adressera l'offre et c'est donc à ce sera donc à cet actionnaire de se prononcer sur les mérites de cette dernière. Le propriétaire juridique des titres ne sera pas celui qui sera exposé économiquement à leur fluctuation. Cette évolution pose problème étant donné que l'apporteur de fonds, celui qui sera exposé économiquement, ne sera pas celui qui se

---

<sup>649</sup> The Kay Review of UK Equity markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012, 3. The structure of shareholding.

<sup>650</sup> *Ibid*, 3.7 : « Entre la société et l'épargnant s'interposent maintenant des teneurs de comptes, des mandataires, des détenteurs de compte, des gestionnaires d'actifs, des gestionnaires qui allouent des fonds à des gérants d'actifs spécialisés, des trustees, des consultants en investissement, des agents qui vendent le produit, des places de ventes, des distributeurs et des conseillers financiers indépendants ».

<sup>651</sup> *Ibid*, 3.9.

prononcera sur le destin de la société. Le propriétaire juridique sera toujours légitime mais on peut se demander s'il s'agit réellement du bon actionnaire ? La différenciation entre la propriété juridique et économique vient perturber la légitimité de l'actionnaire. On peut se demander si le propriétaire juridique des titres est bien le plus légitime à se prononcer sur le mérite de l'offre.

**237. La conformité de l'arbitrage avec la place de l'actionnaire.** Si l'arbitragiste détient des actions de la société la situation sera donc différente étant donné qu'il aura alors la qualité d'actionnaire. Nous avons précédemment vu que le droit des offres publiques, suite à l'influence communautaire, venait placer l'actionnaire au centre de l'offre. Comme n'importe quel autre actionnaire, l'arbitragiste sera donc placé au cœur du mécanisme de l'offre, comme faisant partie du collège décidant de l'issue à donner à l'offre. Cette situation vient lui conférer une très forte légitimité dans la mesure où la réglementation actuelle est bâtie autour de la notion de primauté de l'actionnaire lors de l'offre. Cette légitimité vient s'appliquer pour les arbitragistes, sans qu'aucune distinction juridique ne puisse être faite, entre les deux, à l'analyse des textes. De plus, cette légitimité, nous l'avons relevée, tient à la qualité d'actionnaire, donc au fait d'être propriétaire d'une action de la société. Aucune différenciation n'existera entre les différents actionnaires. Un arbitragiste, détenant des titres de la société, aura donc la même légitimité que n'importe quel autre actionnaire qu'il soit individuel (la fameuse veuve de Carpentras<sup>652</sup>), que ce soit un OPCVM, une banque d'investissement, un fonds de pension ou un fonds souverain. La qualification s'attachant au droit de propriété, et non à la personne de l'actionnaire, aucune différenciation ne sera effectuée entre les différents types d'actionnaires. Cette absence de différenciation servira pleinement les arbitragistes qui seront ainsi dans la masse des actionnaires et légitimes à ce titre. Notre conclusion sera donc que le législateur, tant national qu'européen, a placé l'actionnaire au cœur de l'offre publique : le collège des actionnaires en est l'arbitre ultime. Aucune différenciation n'a été effectuée entre les différents actionnaires et les arbitragistes bénéficieront d'une légitimité pleine et entière.

---

<sup>652</sup> Cette expression, tombée dans le langage courant, désigne un actionnaire individuel cherchant un rendement moyen mais sans risque pour son épargne. Il s'agirait de l'équivalent boursier du bon père de famille du Code civil.

## b. Les conséquences.

**238. Une présomption de légitimité.** Cette place des actionnaires dans la législation donne à ce dernier une présomption de légitimité dans ses actions pendant les offres publiques. Quelle que soit l'attitude qu'ils adoptent, cette dernière correspondra à la place qui leur a été confiée par le législateur et ils n'auront pas à se justifier, sur le plan juridique tout du moins. En pratique, cela vient conférer aux actionnaires une très grande liberté étant donné que l'esprit de la législation n'est pas conçu pour leur imposer des limites dans leur action au sein de la société. On serait même proche d'une présomption de légitimité irréfutable de facto tant on peine à voir sur quel motif cette légitimité pourrait être remise en cause.

**239.** Cette légitimité, même si elle est consacrée par la loi, n'est peut être pas si bien ancrée que cela. Le droit des offres publiques répond surtout à des impératifs économiques et est susceptible d'évoluer en fonction de ces derniers. Or, la légitimité de l'actionnaire peut apparaître comme critiquable par le courant, précédemment décrit, qui penche pour une réglementation susceptible de rendre plus difficile la réussite des offres hostiles. L'actionnaire, sans même discerner entre la pluralité de ses comportements, peut apparaître comme étant focalisé sur ses intérêts financiers propres. Or, l'entreprise ne peut se limiter à un seul rendement financier. Comme le rappelle Hubert de Vauplane<sup>653</sup>, l'un des deux axes législatifs qui tiraille le droit français des offres publiques est celui de la protection de la société cible. Dans cette conception, les préoccupations de l'actionnaire, aussi légitimes soient-elles, ne peuvent être l'alpha et l'oméga de la décision prise sur l'offre. L'actionnaire sera toujours au centre de l'offre publique, cette présence est mécanique car c'est à lui que l'offre est adressée. Selon cette autre conception on peut plaider pour que d'autres intérêts soient pris en compte dans la décision d'accepter ou de refuser l'offre publique. Dès lors, cette présomption de légitimité de l'actionnaire est fondée sur le triomphe de la conception libérale des offres publiques. Or, comme cette conception ne s'est imposée qu'au fruit d'un large compromis et qu'elle est régulièrement remise en cause, cette primauté totale de l'actionnaire et sans contrainte apparaît pouvoir être remise en cause et ne semble pas définitivement acquise.

**240. Un élément important de compétitivité juridique.** La place de l'actionnaire au centre des offres publiques est fondamentalement un élément de compétitivité juridique pour

---

<sup>653</sup> Hubert de Vauplane, *Ibid*, n°21.

les droits européens. En choisissant de clairement neutraliser les pouvoirs des dirigeants, les politiques cherchent aussi à développer la vision d'une économie européenne ouverte aux investissements étrangers. Elle envoie un message indiquant qu'elle ne cherche pas spécialement, hors adoption du système de l'option de réciprocité pour les mesures de défense, à défendre ses sociétés contre les prises de contrôle en provenance de sociétés étrangères. En adoptant une telle ligne, les Etats Membres souhaitent encourager les investissements étrangers mais aussi harmoniser l'attractivité de l'ensemble des Etats Membres en les mettant sur l'étalon de valeur anglais. On remarquera que mettre clairement l'actionnaire au centre de l'offre publique permet d'envoyer un tel message. On peut cependant remettre en cause le fait que la neutralisation des moyens d'actions des dirigeants pendant l'offre publique soit un élément de compétitivité juridique. Les Etats-Unis, tout du moins les juridictions de référence en la matière comme le Delaware, sont loin d'entraver l'action des dirigeants souhaitant, de bonne foi, défendre la société contre une offre hostile.

## **B. Une régulation des offres publiques favorables à ces actionnaires.**

241. Les offres publiques sont dirigées par des principes généraux qui viennent encadrer l'ensemble du processus de l'offre et parfois pallier l'absence de dispositions spécifiques visant certaines situations. Conformément à l'évolution de la réglementation ces principes ont pour finalité d'encadrer le déroulement des offres publiques afin de protéger au mieux les intérêts des actionnaires(1). Cette réglementation est centrée sur la protection d'un actionnaire qu'elle ne définit pas et n'impose aucune contrainte sur les détenteurs de titres de la société (2).

### **1. Les principes généraux des offres publiques.**

242. Le droit national et européen met en place des principes généraux pour gouverner les offres publiques, ceux-ci concernant principalement, et quasiment uniquement, l'initiateur de l'offre et la société cible (a). Ils sont majoritairement tournés vers la protection des actionnaires minoritaires (b).

## a. Les principes généraux gouvernant les offres publiques.

**243. Description des principes généraux.** Le droit des offres publiques est un droit qui peut apparaître comme à part, comportant un régime juridique propre. Il existe une réglementation européenne avec une directive<sup>654</sup>, d'une section dans le Code de commerce<sup>655</sup> et d'un titre dans le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers<sup>656</sup>. Ce corpus juridique propre ne peut exister sans principes généraux sous jacents. De tels principes sont donc énoncés au niveau national et européen. La directive européenne énonce ainsi quels sont les principes sous tendant la réglementation européenne des offres publiques<sup>657</sup>. Il s'agit de respecter l'égalité entre les actionnaires, que ces derniers soient en mesure de disposer du temps et de l'information nécessaires pour prendre leur décision ; que les dirigeants de la société ne doivent pas priver les actionnaires de se prononcer sur les mérites de l'offre ; un faux marché ne doit pas être créé ; l'initiateur ne doit lancer une offre que s'il est en mesure d'en remplir l'ensemble des conditions ; la gestion de la société cible ne doit pas être perturbée trop longtemps. On remarquera que ces principes sont quasiment identiques à ceux édictés de longue date par le *Takeover Code* anglais<sup>658</sup>, confirmant la forte influence de ce

---

<sup>654</sup> Directive 2004/25/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>655</sup> Section V « Les offres publiques d'acquisition », du Chapitre III « Des filiales, des participations et des sociétés contrôlées », du Titre III « Dispositions communes aux diverses sociétés commerciales » du Livre Premier « Du Code de commerce en général » du Code de commerce.

<sup>656</sup> Titre III « Offres publiques d'acquisition » du Livre II « Emetteurs et information financière » RGAMF.

<sup>657</sup> Article 3(1) « Principes généraux » de la Directive 2004/25/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « *Aux fins de l'application de la présente directive, les États membres veillent à ce que les principes suivants soient respectés :*

*a) tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent ; en outre, si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés ;*

*b) 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 toute connaissance de cause ; lorsqu'il conseille les détenteurs de titres, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit présenter son avis relatif aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'emploi, les conditions d'emploi et les sites d'activité de la société ;*

*c) l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre ;*

*d) il ne doit pas se créer de marchés faussés pour les titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre de sorte que la hausse ou la baisse des cours des titres devienne artificielle et que le fonctionnement normal des marchés soit perturbé ;*

*e) un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut fournir entièrement la contrepartie en espèces, si une telle contrepartie a été offerte, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la fourniture de tout autre type de contrepartie ;*

*f) la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités en raison d'une offre concernant ses titres ».*

<sup>658</sup> General Principles, The Takeover Code, The Panel on Takeovers and Mergers. Ces principes sont: 1. Le respect de l'égalité entre les actionnaires; 2. Les actionnaires doivent bénéficier du temps et d'une information suffisante pour faire leur choix ; 3. Le Conseil d'administration doit agir dans l'intérêt de la société dans son

dernier sur la directive. Au niveau national, des principes généraux ont aussi été introduits. Le législateur a laissé le soin à l'AMF<sup>659</sup> de définir les principes généraux des offres publiques, ce qu'elle a fait dans son règlement général<sup>660</sup>. Nous allons étudier plus en avant ces principes dans les développements à venir.

**244.** Ces principes généraux trouvent leur source dans la nécessité d'une réglementation des offres publiques<sup>661</sup>. Cette réglementation vise à favoriser un fonctionnement optimum du marché. Le droit des offres publiques vise à permettre la parfaite interaction entre l'offre et la demande, si cette dernière existe et veut se manifester<sup>662</sup>. Il faut dès lors que les principes de fonctionnement du marché soient protégés. Il y a une nécessité de transparence de l'information et de créer les conditions d'une concurrence pure et parfaite entre les offres pour que le choix des vendeurs potentiels ne soit nullement entravé ; le juste prix doit pouvoir naître sans entrave pendant le déroulement de l'offre<sup>663</sup>. Ces principes directeurs visent d'ailleurs à atteindre un fonctionnement efficient du marché pendant l'offre tout en assurant la protection globale de ce dernier<sup>664</sup>. Il s'agit de préserver le marché au cours de l'offre. Ces principes forment donc la *ratio legis* du droit français des offres publiques. En cela ils permettent au juge d'avoir une base légale pour fonder une position si une création de la pratique venait gêner le fonctionnement du marché mais n'enfreignait directement aucun texte<sup>665</sup>. Ce raisonnement a été validé par la Cour d'Appel de Paris lorsqu'elle a estimé que

---

ensemble ; 4. Un faux marché ne doit pas être créé ; 5. L'initiateur ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il pouvait la remplir ; 6. La société cible de l'offre ne doit pas être gênée dans la conduite de ses affaires au-delà du raisonnable.

<sup>659</sup> Article L.433-1 C. Mon. Fin. : « I. - Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques portant sur des instruments financiers émis par une société dont le siège social est établi en France et qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé français. »

<sup>660</sup> Article 231-3 RGAMF : « En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition. »

<sup>661</sup> Marie-Noëlle Dompé, La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres, Dr. sociétés, novembre 2006, p.5 et suivants.

<sup>662</sup> Frédéric Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°1018.

<sup>663</sup> Frédéric Peltier, *Ibid.*

<sup>664</sup> Frédéric Peltier, *Ibid.*, n°1022 : « (...) c'est en fait un objectif d'équilibre global qu'ils poursuivent entre les différentes forces du marché, les actionnaires dans leur diversité, les investisseurs qui ont vocation à devenir actionnaire, la société et les éventuels prétendants à la prise de contrôle, les salariés, voit les autres personnes intéressées à la marche de la société cotée qui est une entreprise, c'est-à-dire un carrefour d'intérêts. D'où cette difficulté d'analyse, car force est de constater que l'équilibre en matière économique n'est pas chose simple dans un système aussi complexe qu'est devenu le capitalisme financier moderne ».

<sup>665</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec n°157.

ces objectifs de portée générale pouvaient venir combler les lacunes de la législation<sup>666</sup>. Dès lors, le droit des offres publiques ne peut seulement être envisagé selon les règles édictées. Une faille dans la législation ne signifie pas pour autant qu'une opération envisagée sera légale. Une partie à l'offre devra prendre soin de ne pas violer ces principes directeurs, ce qui vient sensiblement réduire la créativité de la pratique. On peut regretter cela. Une prime pourrait légitimement être offerte à la partie qui trouverait une faille et l'exploiterait. Cependant, et c'est le sens de ces principes directeurs, aucune attitude, aucune inventivité, ne doit venir empêcher le marché de fonctionner correctement. Une autre remarque tient au fait que le législateur, et le régulateur français, n'ont pas transposé les principes directeurs de la directive en droit français. Certains se recourent, d'autres sont absents du droit national<sup>667</sup>. Ceci peut apparaître regrettable si une mesure convient au droit français mais contrevient au droit européen. Ce débat est cependant, selon nous, purement théorique étant donné que la notion de « *transparence et intégrité du marché* » est suffisamment large pour venir rattraper toute mesure portant atteinte au bon fonctionnement de ce dernier. On le voit donc, les principes directeurs des offres publiques constituent réellement un second rideau.

**245. Des principes au champ d'application limité.** Ces principes généraux visent principalement l'initiateur de l'offre et la société cible. Ce seront eux qui seront généralement les plus tentés de les violer et qui auront le plus d'intérêt à le faire. Il nous semble que le régulateur ait d'ailleurs souhaité en limiter l'application. Le texte est rédigé en précisant que seules les « *personnes concernées* »<sup>668</sup> sont tenues de respecter les principes généraux. Le même règlement général précise que les « *personnes concernées* » sont l'initiateur, la société cible et toute partie agissant de concert avec l'une ou l'autre<sup>669</sup>. En dehors de ces personnes, limitativement énumérées, il ne nous semble pas que ces principes généraux puissent être invoqués par un actionnaire contre un autre actionnaire ou par la société cible contre un actionnaire.

**246.** Ces principes généraux peuvent donc être invoqués verticalement mais pas horizontalement. Les dirigeants pourront difficilement envisager de les invoquer contre un actionnaire si ce dernier n'agit pas de concert. Or, nous avons vu que la preuve d'une action de concert des fonds activistes est, au mieux, difficile à rapporter. Il semble donc que les

---

<sup>666</sup> *Ibid.* Voir ainsi : CA Paris, 18 mars 1988, Télémécanique, Dalloz-Sirey, 1988, 2<sup>ème</sup> cahier, p.359.

<sup>667</sup> Frédéric Peltier, *Ibid.*, n°1020.

<sup>668</sup> Article 231-3 RGAMF.

<sup>669</sup> Article 231-2, 2° RGAMF : « *Les personnes concernées par l'offre sont l'initiateur et la société visée ainsi que les personnes ou entités agissant de concert avec l'un ou l'autre* ».

fonds arbitragistes seront encore plus compliqués à qualifier comme agissant de concert. Ces principes viennent cependant fortement restreindre les pouvoirs des dirigeants. Nous allons voir que ces derniers devront les respecter dans leurs rapports aux actionnaires, ce qui vient neutraliser toute tentative d'opposition aux arbitragistes de leur part.

## b. La protection des actionnaires.

**247. Les principes à l'œuvre dans les offres publiques.** Les principes directeurs dans les offres publiques sont présents à différents niveaux législatifs, et notamment dans le règlement général de l'AMF<sup>670</sup>. Le principe de transparence est fondamental car il a pour finalité de donner aux actionnaires de la société cible l'ensemble de l'information nécessaire pour qu'ils puissent prendre une décision en toute connaissance de cause sur l'offre qui leur est proposée. Ce principe a émergé à l'occasion des contentieux issu de l'offre de BNP et de la Société Générale sur Paribas<sup>671</sup>. Cette question est centrale étant donné qu'avec une information partielle ou viciée, l'acceptation ou le refus de l'offre, ne pourrait pas apparaître comme satisfaisant d'un point de vue économique et juridique<sup>672</sup>. Ce principe est donc au cœur du mécanisme de formation du contrat, il garantira la rencontre de l'offre et de la demande dans des conditions équitables pour les deux parties. On peut aussi remarquer que le législateur cherche à préserver la transparence du marché de manière générale<sup>673</sup>. Il souhaite que l'ensemble des ordres soient exécutés sur le marché réglementé de manière à ce que la meilleure confrontation entre l'offre et la demande puisse être effectuée et que le marché, dans son ensemble soit immédiatement informé de toute évolution du cours de bourse. Le même auteur fait remarquer que c'est aussi ce principe de transparence qui impose la

---

<sup>670</sup> Article 231-3 RGAMF : « *En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition.* »

<sup>671</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°183 ; CA Paris, 17 juin 1999, Société Générale et Paribas, c. CMF, BNP ; Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> septembre 1999, p.485 : « (...) ; que l'aléa affectant la réalisation du projet industriel, lié au fait que l'objectif poursuivi repose aussi sur le succès de l'offre déposée le même jour sur les titres Paribas, ressort lui-même sans ambiguïté de l'exposé des intentions de l'initiateur, et participe lui aussi de la transparence de l'information ».

<sup>672</sup> Frédéric Peltier, *Ibid*, n°1025 : « *Fondamentalement, le principe de transparence doit conduire à ce que tous les actionnaires de la société visée par l'offre puissent être en mesure de prendre leur décision sur la base d'une information suffisante et communément partagée par l'ensemble des protagonistes d'une offre publique, notamment l'initiateur, la société cible, voire d'éventuels autres prétendants à la prise de contrôle de la cible.* »

<sup>673</sup> Frédéric Peltier, *Ibid*, n°1025.

publication, dans certains cas, des pactes d'actionnaires par la société cible<sup>674</sup>. Ce principe vient contraindre l'initiateur de l'offre ainsi que la société cible. On voit difficilement comment il pourrait permettre à cette dernière de se défendre contre l'action des arbitragistes pendant l'offre. Ce principe vient contraindre les parties impliquées dans l'offre en les obligeant à donner le maximum de transparence à leur action pendant le processus d'offre et ainsi à permettre une décision éclairée des actionnaires de la société visée par l'offre publique. A l'inverse, il pourra venir limiter toute possibilité de contrôle par les dirigeants des arbitragistes, notamment en empêchant la rétention d'information permettant aux gérants d'apprécier les risques associés à l'offre publique.

**248.** Un autre principe fondamental est celui de la loyauté dans les offres publiques. Il s'agit probablement du plus petit dénominateur commun entre l'ensemble des autres principes, le principe général englobant l'ensemble des autres principes<sup>675</sup>. Il s'agit d'un principe général de bonne foi dans les offres publiques, qui peut apparaître comme étant assez subjectif. Il impose aux parties de se comporter avec loyauté les unes envers les autres. Selon un auteur, il s'agit surtout de n'entraver en aucune manière le processus d'enchère sur la société cible qu'est l'offre publique<sup>676</sup>. Ce principe vient donc exclure tout avantage qui serait apporté à une partie par une autre<sup>677</sup>. Dans sa décision rendue dans l'une des plus épiques batailles boursières en France, celle opposant BNP et la Société Générale pour le contrôle de Paribas, la Cour d'Appel de Paris a estimé que la déloyauté était surtout constituée par « *toute entrave au libre jeu des offres et des surenchères par le recours à des moyens détournés, mis en œuvre dans des conditions illicites, occultes ou frauduleuses* ». Il s'agit donc d'un principe très large visant à donner un fondement légal à la neutralisation de tout dispositif venant entraver l'offre. Comme tous les autres principes directeurs, il vise à assurer « *l'opéabilité* » de la société cible<sup>678</sup>. Certains auteurs estiment que la position de ce principe est tellement centrale qu'il irradie l'intégralité du droit des sociétés. Il en va notamment de l'obligation de loyauté du dirigeant envers ses actionnaires qui a été mise au jour par l'arrêt *Vilgrain*<sup>679</sup> dans

---

<sup>674</sup> Article 231-7 RGAMF : « (...) l'ensemble des ordres portant sur les titres visées par l'offre sont exécutés sur le ou les marchés réglementés sur lequel ou lesquels les titres sont admis aux négociations ».

<sup>675</sup> Marie-Noëlle Dompé, La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres, Dr. sociétés, novembre 2006, p.5 et suivants ; Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°179.

<sup>676</sup> Frédéric Peltier, *Ibid*, n°1026.

<sup>677</sup> Frédéric Peltier, CA Paris, 27 avril 1993, Mutuelles du Mans c. OCP, Banque et droit, 1993, n°29, p.18. Une partie ne peut conférer : « *un avantage déterminant par avance le succès de son offre publique en faussant le jeu des surenchères* ».

<sup>678</sup> Frédéric Peltier, *Ibid*, n°1028.

<sup>679</sup> *Ibid*. Voir ainsi : Cass. Com., 27 février 1996, Vilgrain, JCP G, 1996, II, 22665.

lequel un dirigeant avait été condamné pour avoir adopté une attitude déloyale lors de la vente des actions de la société<sup>680</sup>.

**249.** Le régulateur édicte le principe du libre jeu des offres et des surenchères au rang des principes gouvernant les offres publiques. La *ratio legis* de ce principe est simple, aucune action ne doit empêcher ou restreindre la possibilité pour un tiers d'initier une offre ou une surenchère sur la société cible. La jurisprudence a d'ailleurs toujours fait une interprétation extensive de ce principe, balayant toutes les tentatives visant à entraver de possibles offres ou surenchères sur la société<sup>681</sup>. Elle a ainsi estimé que ce principe s'appliquait à l'initiateur de l'offre, à l'émetteur et aussi aux « tiers » ; on peut donc penser aux actionnaires majoritaires ou à un actionnaire rachetant des titres sur le marché dans le but de faire échouer l'offre initiale sans pour autant déposer lui-même une offre<sup>682</sup>.

**250. Le principe de l'égalité des actionnaires.** L'un des principes directeurs qui peut le plus nous intéresser dans le cadre de ce travail est certainement celui d'égalité dans les offres publiques. Il n'est pas anodin qu'il soit posé à la fois dans le règlement général de l'AMF et dans la directive européenne. Ce principe est clair : une égalité de traitement doit exister entre tous les actionnaires qui sont en situation identique<sup>683</sup>. Aucune discrimination ne saurait exister entre les actionnaires de la société cible. « *Le principe d'égalité dont le régime des offres publiques est imprégné repose donc sur l'universalité de l'offre publique qui doit s'adresser à l'ensemble des porteurs de titres de capital de la société visée* »<sup>684</sup>.

**251.** Il est intéressant de noter que l'égalité ici organisée est différente de celle à l'œuvre en général sur les marchés financiers<sup>685</sup>. Alors qu'en règle générale il s'agira de s'assurer que l'ensemble des actionnaires participe de manière égale à la fixation du prix issu de la rencontre de l'offre et de la demande, il s'agira ici d'être certain que tous les actionnaires soient mis de manière égale devant l'offre qui leur est faite. Ils n'agiront cependant pas directement sur le prix de cette dernière contrairement au fonctionnement du

---

<sup>680</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°180 et suivants.

<sup>681</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°167.

<sup>682</sup> *Ibid*. CA Paris, 20 novembre 1991, CSEE c. CBV ; Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> janv. 1992, n°1, p.76 : « *Le principe d'égalité ne saurait conduire à soumettre à une offre concurrente un opérateur, qui n'est ni l'initiateur de l'offre originale ni la société visée, qu'à la condition que les achats sur le marché, auxquels il procède durant le déroulement d'une offre publique et qui par principe ne sont pas prohibés, visent des objectifs incompatibles avec ceux d'autres intervenants et le placent de ce fait dans une situation de compétition avec ceux-ci* ».

<sup>683</sup> Frédéric Peltier, *Ibid*, n°1024 : « *Tous les actionnaires en situation identique, notamment détenteurs de titres de même catégorie, doivent être traités en droit comme en fait, de manière identique. Cette égalité de traitement des actionnaires vise à leur assurer un accès identique aux conditions de l'offre publique* ».

<sup>684</sup> Frédéric Peltier, *Ibid*, n°1024.

<sup>685</sup> Frédéric Peltier, *Ibid*, n°1024.

marché en général. Ce principe doit principalement être envisagé comme protecteur des actionnaires minoritaires, le régulateur souhaite que ces derniers, même s'ils ne peuvent pas monnayer une prime de contrôle, soient traités de la même manière que les actionnaires majoritaires<sup>686</sup>. C'est notamment en application de ce principe d'égalité des actionnaires qu'une offre publique doit viser la totalité des titres de la société<sup>687</sup>. Relevons que la seule limite que trouve ce principe d'égalité est le traitement différencié des situations distinctes : « *la Cour d'Appel de Paris reprend alors à son compte l'analyse de la notion d'égalité dégagée par le Conseil Constitutionnel : si des situations identiques doivent être traitées de la même manière, des situations distinctes impliquent, au contraire, un traitement différent* »<sup>688</sup>. L'exemple classique est l'existence d'actions de préférence qui semblent pouvoir faire l'objet d'un traitement différencié du reste des actions composant le capital de la société cible. Relevons que le traitement différencié des situations différentes ne peut permettre à une société de traiter différemment des actionnaires en fonction de leurs caractéristiques propres. Seules les caractéristiques des actions seront prises en compte et non les caractéristiques des actionnaires, dès lors il ne sera pas possible de traiter différemment un actionnaire arbitragiste sur le seul critère de sa stratégie actionnariale. Ce principe a aussi été appliqué pour interdire une cession, décidée par les dirigeants de la société, de l'autocontrôle de la société, cession qui aurait pu faire échouer l'offre<sup>689</sup>. Enfin, ce principe empêche le dépôt d'une offre qui ne mettrait pas l'ensemble des compétiteurs sur un pied d'égalité et dans lequel un initiateur aurait un avantage sur d'autres<sup>690</sup>. Dès lors, ce principe viendra neutraliser toute tentative de la société cible de neutraliser une offre provenant de n'importe quel initiateur.

---

<sup>686</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°161.

<sup>687</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°162. Article 231-6 RGAMF : une offre publique « *doit viser la totalité des titres de capital et donnant accès au capital ou au droits de vote de la société visée* ». Il s'agit d'ailleurs d'une consécration d'une jurisprudence de la Cour de Paris, voir ainsi : CA Paris, 10 mars 1992, Anastassiades et a. c. CMF, Pinault SA : Bull. Joly Sociétés 1<sup>er</sup> avr. 1992, n°4, p.425.

<sup>688</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°163.

<sup>689</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°168 ; T. Com. Paris, 16 mars 1992, SA Demilac et a. c. SPG et Saint Louis ; Bull. Joly Sociétés, 1992, n°5, p.526.

<sup>690</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°169.

## 2. Une protection de l'actionnaire.

**252.** Les principes généraux des offres publiques veillent à protéger l'ensemble des actionnaires, traités de manière égalitaire. Ils ne font aucune différence entre les différents comportements qui peuvent exister lors d'une offre publique (a). Ils sont à sens unique, aucune responsabilité ne pesant sur ces actionnaires étant donné que ces principes ne peuvent pas leur être opposés. Les actionnaires sont donc pleinement libres d'agir comme ils l'entendent pendant cette période (b).

### a. Des principes protecteurs de l'ensemble des actionnaires.

**253. Des principes généraux d'application universelle.** Ces principes généraux visent à protéger l'intégralité des actionnaires. Le texte est limpide à ce sujet<sup>691</sup>. Il s'agit de forcer les « *personnes concernées* » par l'offre à respecter l'ensemble de ces principes pour que l'offre se déroule de manière appropriée. Nous avons vu que ces personnes étaient limitativement énumérées, il s'agit principalement de l'initiateur et de la société cible. Surtout ce texte ne vient inclure aucune distinction parmi les bénéficiaires de cette protection. Il ne s'agit pas d'une seule catégorie spécifique de détenteurs de titres qui pourra en invoquer la protection mais bien l'intégralité des actionnaires de la société. Le critère est la détention d'un titre de la société cible. Il s'agit donc de tout actionnaire. Surtout, le texte prend bien la peine de préciser que ces principes généraux existent pour que l'offre se déroule « *au mieux des intérêts des investisseurs et du marché* ». Le terme investisseur est encore plus large que celui d'actionnaire. Il s'agit donc d'un texte ne marquant pas de différence entre différentes catégories d'actionnaires mais ayant pour finalité de s'appliquer à l'ensemble des personnes à qui une offre publique de rachat ou d'échange de leurs actions est faite.

**254.** Aucun initiateur, ni aucune société cible, ne pourra déroger à un tel principe. Relevons que la seule possibilité de dérogation tiendra à la détention d'actions appartenant à une catégorie spécifique. La directive précise que « *tous les détenteurs de titres de la société*

---

<sup>691</sup> Article 231-3 RGAMF : « *En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition.* »

visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent »<sup>692</sup>. On peut supposer que cette possibilité a été très fortement inspirée par le système de *class* anglo-saxon dans lequel l'actionnariat peut être divisé en plusieurs catégories d'actions ayant des droits différents<sup>693</sup>. De même, l'AMF a toujours reconnu que l'égalité entre les actionnaires n'existait que tant que les situations étaient identiques, des situations distinctes pouvant appeler à un traitement différent<sup>694</sup>.

**255. L'égalité des actionnaires : pilier des offres publiques.** L'égalité des actionnaires devant ces principes généraux tient à la philosophie même des offres publiques. Ces dernières s'adressent à l'intégralité des détenteurs de titres de la société, l'ensemble de ces porteurs de titres doit être traité de la même manière et surtout protégé de la même manière. Il s'agit du fondement politique des offres publiques qui ont pour vocation la protection des actionnaires minoritaires<sup>695</sup>. Il s'agit de s'assurer que l'intégralité des actionnaires de la société cible se voient proposer le même prix, c'est-à-dire un prix incluant la prime de contrôle de la société. Le législateur a souhaité éviter que les actionnaires minoritaires soient floués suite à la prise de contrôle d'une société et qu'une fois ce contrôle acquis, on ne leur propose, au mieux, de racheter leurs titres dénués de cette prime de contrôle. Cet objectif est clairement rappelé par la directive européenne sur le sujet<sup>696</sup>. Au-delà, d'une traduction dans un principe général ce principe vient modeler ce droit.

**256.** Ce principe de l'égalité des actionnaires, à l'origine des offres publiques, guide le législateur et le régulateur au-delà de son application comme principe général régissant le droit des offres publiques. Aucune distinction ne sera donc instaurée entre les différents actionnaires de la société cible. Cela se voit d'ailleurs par le critère qui est retenu, c'est-à-dire la détention d'un titre de capital de la société cible, qui est le plus neutre possible. La seule détention du titre de capital entraîne le bénéfice de la protection de ces principes généraux sans autre critère ou justification.

---

<sup>692</sup> Article 3.1.a de la directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>693</sup> Gower and Davies, *Principles of modern Company Law*, Eight Edition, Sweet & Maxwell, 19-11.

<sup>694</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°163.

<sup>695</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, *Ibid*, n°161.

<sup>696</sup> Considérant 9 de la directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « *Il convient que les Etats membres prennent les mesures nécessaires pour la protection des détenteurs de titres, et en particulier ceux possédant des participations minoritaires, lorsque le contrôle de leurs société a été pris* ».

## b. L'absence d'encadrement des actionnaires.

**257. Les principes généraux visent les parties à l'offre.** L'étude de ces principes généraux nous amène à constater qu'aucun principe ne pèse sur les actionnaires et les investisseurs en général. Il en ressort de la lettre même du texte étant donné que, comme nous l'avons démontré, les « *personnes concernées* » renvoient principalement à l'initiateur et à la société cible et éventuellement aux parties agissant de concert avec eux. Ces principes ne peuvent donc s'appliquer aux actionnaires. De la même manière, aucun des principes généraux, tels qu'énoncés par le régulateur ou le législateur européen ne vient s'appliquer aux actionnaires. Cette réglementation n'a pas pour objet d'encadrer le comportement des actionnaires. Ces derniers ne seront pas totalement libres, ils devront respecter certaines règles de protection des marchés financiers comme celles portant sur les abus de marché. Cependant, aucun principe directeur spécifique ne vient encadrer leurs actions pendant l'offre publique.

**258.** A la lecture de cette réglementation et de ces principes généraux, on constate une absence de contrainte réglementaire pesant sur les actionnaires. Le corollaire est donc simple : ces derniers bénéficient d'une totale liberté dans le cadre des offres publiques d'acquisition. Ces principes généraux ne posent aucune limite à leur comportement pendant les offres publiques, ils seront totalement libres d'acheter ou de vendre des titres et d'accepter l'offre ou de la refuser. Nous relèverons que la seule limite à leur liberté sera la réglementation plus générale visant notamment à assurer la transparence sur le marché boursier, comme les règles concernant les franchissements de seuils.

**259. Une possibilité de détourner l'utilisation des principes généraux ? La question du contentieux initié par la société cible.** L'utilisation du contentieux par la société cible de l'offre est une mesure classique de défense anti-OPA. Cette mesure est vue comme lui permettant de gagner du temps pour mieux préparer sa défense en cas d'OPA hostile. Elle est donc par essence limitée aux offres hostiles et ne sera d'aucune utilité pour chercher à neutraliser les arbitragistes dans une offre amicale. Ce contentieux prendra généralement la forme d'un recours initié par la société cible contre la décision de conformité de l'offre publique donnée par l'autorité des marchés financiers<sup>697</sup>. Un tel recours est

---

<sup>697</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, Offres publiques d'acquisition : les mesures de défense anti-OPA, in Les offres publiques d'achat, LexisNexis Litec, n°1276.

expressément autorisé par le législateur<sup>698</sup> dans un délai de dix jours suite à compter de la publication de la décision de conformité<sup>699</sup>. Relevons que le sursis à exécution de la décision de conformité devra être demandé par l'auteur du recours étant donné qu'il n'est pas donné automatiquement<sup>700</sup>.

**260.** Les possibilités de recours ont aussi été fortement limitées par l'évolution de la réglementation suite à la directive sur les offres publiques. Depuis 2006, l'AMF ne dispose plus de moyens pour contrôler le prix dans les offres publiques. Le régulateur n'a ainsi plus autorité pour vérifier les conditions financières de l'offre lors de sa décision de conformité. Son contrôle visera seulement l'information concernant ce prix et communiquée par l'initiateur. L'information devra être complète, compréhensible et cohérente<sup>701</sup>. Ce seront donc sur ces fondements que la société cible pourra contester la décision de conformité rendue par le régulateur concernant l'offre. Nous verrons que des mesures de défense dites « administratives » peuvent se révéler de bonnes défenses anti-OPA<sup>702</sup>. Il en va ainsi notamment des autorisations administratives nécessaires avant toute prise de participation ou de contrôle dans certains secteurs<sup>703</sup>. Cela concerne les investissements dans les secteurs jugés stratégiques (comme la défense, l'armement ou encore les biotechnologies) qui doivent être approuvés par le Ministre en charge de l'économie et des Finances<sup>704</sup>. L'autre possibilité tient bien évidemment dans la question de l'approbation des autorités en charge de la concurrence, que ce soit au niveau national, européen ou même international (si le régulateur américain est concerné par exemple). « *Dans ce contexte, la défense dite administrative consistera pour la*

---

<sup>698</sup> Article L.621-30 C. Mon. Fin. : « *L'examen des recours formés contre les décisions individuelles de l'Autorité des marchés financiers autres que celles, y compris les sanctions prononcées à leur encontre, relatives aux personnes et entités mentionnées au II de l'article L. 621-9 est de la compétence du juge judiciaire. Ces recours n'ont pas d'effet suspensif sauf si la juridiction en décide autrement. Dans ce cas, la juridiction saisie peut ordonner qu'il soit sursis à l'exécution de la décision contestée si celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives. Les décisions prononcées par la commission des sanctions peuvent faire l'objet d'un recours par les personnes sanctionnées et par le président de l'Autorité des marchés financiers, après accord du collège. En cas de recours d'une personne sanctionnée, le président de l'autorité peut, dans les mêmes conditions, former un recours. Un décret en Conseil d'Etat précise les modalités d'application du présent article* ».

<sup>699</sup> Article R.621-44 C. Mon. Fin. : « *Le délai de recours contre les décisions individuelles prises par l'Autorité des marchés financiers est de dix jours, sauf en matière de sanctions, où il est de deux mois. Le délai court, pour les personnes qui font l'objet de la décision, à compter de sa notification et, pour les autres personnes intéressées, à compter de sa publication. La mise en ligne de ces décisions sur le site internet de l'Autorité des marchés financiers fait courir le délai de recours à l'égard des tiers. La date de mise en ligne est expressément mentionnée sur le site internet. L'Autorité des marchés financiers garantit l'accès effectif du public à ce site ainsi que la continuité de la mise en ligne pendant toute la durée du délai de recours. Elle assure la conservation et l'archivage des décisions mises en ligne* ».

<sup>700</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1726.

<sup>701</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1276.

<sup>702</sup> *Infra* n°490.

<sup>703</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1276.

<sup>704</sup> Articles L.151-3 et R.153-1 C. Mon. Fin.

cible à tenter de retarder ou d'empêcher l'offre en développant auprès des autorités administratives et/ou des autorités de la concurrence compétentes une argumentation en vue du refus de l'autorisation requise »<sup>705</sup>. Ces mécanismes ne sont pas forcément des contentieux proprement dits mais ils rentrent dans la catégorie des outils qui sont à la disposition de la société cible pour retarder la mise en œuvre de l'offre ou même empêcher l'ouverture de celle-ci s'ils parviennent à démontrer que l'initiateur ne remplit pas certaines conditions. Certains auteurs<sup>706</sup> relèvent également que la société peut aussi chercher à se servir d'un autre droit pour essayer de contenir l'offensive de l'initiateur. « *Les tribunaux américains considèrent que le droit des offres publiques local est applicable dès lors que l'offre a des effets substantiels, directs et prévisibles sur les investisseurs américains, ce qui sera notamment le cas si un nombre important d'actionnaires de la cible sont résidents des Etats-Unis, quand bien même la société cible ne serait pas cotée aux Etats-Unis* »<sup>707</sup>. Cette utilisation du contentieux pourra servir à chercher à contrer une offre. Elle ne pourra pas directement être utilisée contre les arbitragistes. On peut cependant relever qu'une telle utilisation permettra de gagner du temps et d'augmenter le risque d'échec de l'offre. En se défendant contre l'initiateur, la société cible pourra, par la même occasion, tenir éloigner certains arbitragistes.

---

<sup>705</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1277.

<sup>706</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1276.

<sup>707</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1278.

## **§2. Les résultats mitigés de l'arbitrage financier.**

261. Les actionnaires pratiquant l'arbitrage financier bénéficient d'une légitimité certaine du fait de leur qualité même d'actionnaire. On peut, avant même de démontrer qu'ils ne correspondent pas au rôle souhaité par le législateur, s'interroger sur les résultats de l'arbitrage financier dans les offres publiques, notamment en le comparant à l'activisme. L'activisme actionnarial a fait la preuve de son efficacité en démontrant sa capacité à créer de la valeur pour la collectivité des actionnaires, tout particulièrement dans les situations d'offres publiques. On peut estimer que son rôle est positif, notamment quand on rajoute la parfaite adéquation entre la place de l'actionnaire activiste à celle qui est dévolue à l'actionnaire dans les offres publiques (A). A l'inverse, le résultat est moins clair pour l'arbitrage financier. Les retours financiers générés ne sont pas forcément positifs, et peuvent même apparaître décevants, l'influence de cet arbitrage sur le prix de l'offre n'étant pas certaine. En revanche, il apparaît clairement que ce comportement a une influence déterminante sur le mécanisme et surtout le résultat de l'offre publique (B).

### **A. Un résultat globalement positif pour l'activisme.**

262. Les sciences économiques n'ont pas réussi à déterminer avec certitude que l'activisme actionnarial est de nature à créer de la valeur actionnariale. Elles offrent cependant un bilan plutôt positif de l'activisme en la matière (1). Ce comportement, en période d'offre publique, correspond parfaitement à la place de l'actionnaire tel que nous l'avons précédemment décrite dans les offres publiques (2). Le bilan de l'activisme actionnarial est donc plutôt positif, notamment par rapport à l'arbitrage.

#### **1. La création de valeur actionnariale.**

263. De nombreuses études réalisées dans le domaine des sciences économiques portent sur l'étude de la valeur actionnariale créée par les actionnaires activistes avec des

conclusions plutôt mitigées (a). Cependant aucune étude ne porte spécifiquement sur l'intervention des actionnaires activistes dans le cadre des offres publiques (b).

#### a. Activisme et valeur actionnariale.

**264. Les études.** De nombreuses études ont été réalisées<sup>708</sup> sur la valeur réellement créée suite à des campagnes activistes menées par des actionnaires, et notamment des *hedge funds*. La conclusion de l'auteur est que ces stratégies ne conduisent pas à une création de valeur évidente<sup>709</sup>, même si les différentes études divergent fortement dans leurs résultats<sup>710</sup>. Ces études se concentrent sur le phénomène de la *corporate governance* dans lequel les fonds activistes ont joué un rôle essentiel dans les années 1980<sup>711</sup>. En ce qui concerne l'activité de contrôle exercée par les fonds, des auteurs ont trouvé qu'elle permettait d'améliorer la création de valeur. Ils obligent les dirigeants à améliorer la gestion de la société. D'autres chercheurs soutiennent à l'inverse l'idée que l'action de l'activisme actionnarial vient perturber les dirigeants et a des effets négatifs sur la société. Ces actionnaires n'ont pas les compétences nécessaires pour diriger la société de manière efficiente et ont des objectifs de court terme au détriment des gains à long terme de la société. Enfin, d'autres chercheurs estiment que les fonds n'ont, en pratique, aucun effet significatif sur la création de valeur de la société. Ces études estiment que l'activisme actionnarial serait inefficace car il n'a, in fine, que peu d'effet sur les sociétés visées.

**265.** Nous prendrons principalement en compte deux études réalisées sur l'activisme en rapport avec une offre publique. Dans la première<sup>712</sup> les auteurs se sont attachés à étudier le

---

<sup>708</sup> L'ensemble de ces études a été synthétisée par Jonathan M. Karpoff, The impact of shareholder activism on target companies : a survey of empirical findings, Université of Washington, 10 septembre 2001.

<sup>709</sup> « La plupart des éléments indiquent que l'activisme actionnarial peut engendrer de petits changements dans les structures de gouvernance des sociétés cibles, mais a des impacts négligeables sur la valeur et le gains des actions ».

<sup>710</sup> Jonathan M. Karpoff, *Ibid.* Michael Smith 1996, Shareholder activism by institutional investors : Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, 51, p.227 et Strickland, Wiles and Zenner, 1996, A requiem for the USA : Is small shareholder monitoring effective?, *Journal of Financial Economics*, n°40, p.319 ont trouvé que ces stratégies ont bien mené à une création de valeur, ce qui est contesté par d'autres études comme Sunil Wahal 1996, Pension fund activism and firm performance, *Journal of financial and quantitative analysis*, n°31, p.1 et Karpoff, Malatesta et Walking 1996, Corporate Governance and shareholder initiatives : empirical evidence, *Journal of financial economics*, n°42, p.365.

<sup>711</sup> *Ibid.* The Investor Responsibility Research Center, Biersach 1990, Voting by institutional investor on corporate governance issues in the 1990 proxy season.

<sup>712</sup> James P. Walsh et Rita D. Kosnik, Corporate Raiders and their disciplinary role in the market for corporate control, *The Academy of Management Journal*, Vol. 36, No. 4, August 1993, p.671.

rapport entre l'efficacité des dirigeants de sociétés et la menace d'une campagne activiste pouvant mener à une offre publique. Selon la théorie du *market for corporate control*<sup>713</sup>, les dirigeants de sociétés cotées sont poussés à gérer la société de la meilleure manière possible étant donné qu'ils sont sous la menace d'une prise de contrôle hostile. Si la société n'est pas gérée correctement cela viendra créer un différentiel de valorisation entre sa valeur sur le marché et ce qui pourrait être sa valeur avec une gestion plus efficace. Si le différentiel est suffisamment important et qu'une offre publique est rentable pour un tiers, en théorie, la société changera alors de propriétaire. Dans l'étude, les auteurs estiment que l'activisme ne conduit pas nécessairement à un meilleur fonctionnement du *market for corporate control*<sup>714</sup>. Ils ne relèvent une réelle différence que pour les sociétés qui étaient particulièrement mal gérées. Cependant, pour les autres sociétés, il n'est pas possible de conclure que les actionnaires activistes jouent un rôle particulier qui viendrait augmenter l'efficacité du *market for corporate control*, contrairement à ce qui est généralement affirmé. Les actionnaires activistes ne contrôlèrent donc pas tous les dirigeants avec la même intensité. Les auteurs estiment que ces fonds n'auraient pas la capacité d'identifier les dirigeants gérant de manière inefficace les sociétés sans que ceci ne soit flagrant<sup>715</sup>. L'autre étude étudie spécifiquement le rôle des *hedge funds* activistes dans les offres publiques<sup>716</sup>. Les auteurs

---

<sup>713</sup> H.G Manne, Mergers and the market for corporate control (1965), 73 Journal of Political Economy 110 ; D. Kershaw, Company Law in Context: text and materials, Oxford University Press, 2010, The Market for corporate control.

<sup>714</sup> James P. Walsh et Rita D. Kosnik, Corporate Raiders and their disciplinary role in the market for corporate control, The Academy of Management Journal, Vol. 36, No. 4, August 1993, p.671. Abstract : *“Peu de recherches examinant l'effet disciplinaire suppose du market for corporate control sur des équipes dirigeantes inefficaces. Notre analyse des relations entre la performance des sociétés et les changements de dirigeants et administrateurs dans trois groupes de sociétés – celles visées par des raiders, leur plus proche concurrentes, et un groupe de contrôle normal – ne permet pas forcément de vérifier cette hypothèse. Les seules preuves de discipline par le marché sur des sociétés cibles et leurs concurrentes concernaient celles avec une réelle histoire de faible performance. De manière intéressante, l'activité d'offre publique concernait à la fois les dirigeants et administrateurs des sociétés. Nous examinons les implications de ces résultats pour notre compréhension du processus de contrôle des entreprises en particulier et la théorie de l'agence en général”*.

<sup>715</sup> James P. Walsh et Rita D. Kosnik, Corporate Raiders and their disciplinary role in the market for corporate control, The Academy of Management Journal, Vol. 36, No. 4, August 1993, p.691: *“ De plus, nous avons trouvé peu de preuves pour supporter l'assertion que les raiders peuvent parfaitement identifier et éliminer des conseils d'administration ou des équipes dirigeantes peu efficaces. La performance de la société cible avant le raid conditionnait la seule preuve d'une amélioration après le raid”*.

<sup>716</sup> Robin Greenwood et Michael Schor, Hedge fund investor activism and takeovers, Harvard University, July 2007, abstract: *“Nous examinons les retours des actions à long-terme autour d'une période d'activisme d'un hedge fund dans une approche comprehensive des 13D filings par portefeuille d'investisseurs entre 1993 et 2006. Les retours sur investissement suite à l'activisme des investisseurs sont élevés pour l'ensemble des cibles qui sont acquises par la suite, mais reste proche de zéro pour les sociétés qui restent indépendantes un an après la demande initiale de l'activiste. L'annonce des retours montre les mêmes résultats. Les sociétés qui sont visées par des activistes ont plus de chance d'être acquises que celles dans l'échantillon de contrôle. Nous affirmons que la combinaison des horizons d'investissement de court terme des hedge funds et leur large participation dans les sociétés cibles font des opérations d'acquisition la seule option attractive. Les résultats suggèrent aussi que les hedge funds peuvent être meilleurs dans l'identification de cibles sous-évaluées et dans le déclenchement d'une offre, que dans l'engagement dans des questions de corporate governance et d'opérations de long-terme”*.

démontrent que ces *hedge funds* ne jouent un rôle positif que si l'entreprise est effectivement rachetée à l'issue de la campagne activiste. Si ce rachat n'a pas lieu, l'étude démontre qu'aucune création de valeur particulière n'a lieu, le différentiel est proche de zéro. La conclusion générale de cette étude est donc plutôt positive pour les *hedge funds* étant donné que les sociétés ciblées par une campagne activiste ont plus de chances d'être acquises par la suite. Les auteurs expliquent cela comme étant le résultat de la combinaison entre le grand nombre d'actions détenues par les *hedge funds* et leur vision à moyen-terme, le rachat de la société étant alors la seule porte de sortie convenable qui leur permette de réaliser une plus value<sup>717</sup>. Il faut donc que les *hedge funds* activistes poursuivent une politique visant à ce que la société change de propriétaire et non à simplement améliorer sa gouvernance. Cette étude vient par ailleurs confirmer ce que nous avons déjà vérifié, à savoir la nécessité, pour un *hedge fund*, activiste de détenir une participation importante au capital de la société de manière à être en mesure de peser sur les dirigeants de cette dernière.

**266. Les limites de ces études.** L'ensemble de ces études apparaît donc contradictoire et il est difficile de tirer une conclusion générale et définitive sur l'apport, positif ou négatif, des actionnaires activistes en ce qui concerne la création de valeur actionnariale. L'une de ces études vient d'ailleurs apporter des éléments pouvant expliquer ces différences<sup>718</sup>. L'ensemble de ces études ne retient ainsi pas toutes les mêmes définitions du succès pour une campagne activiste. Tous les auteurs ne définissent pas une campagne activiste comme positive uniquement à l'aune de la création de valeur actionnariale. Certains prennent en compte les changements intervenus dans l'organisation de la société ou encore l'approbation des résolutions proposées par les fonds activistes en assemblée générale.

**267.** Les résultats diffèrent en fonction de la définition retenue par les auteurs. De la même manière, tous les auteurs ne procèdent pas avec la même analyse. Certains effectuent une simple comparaison des cours de bourse de différentes sociétés alors que d'autres mènent une enquête approfondie sur l'intervention des fonds et ses conséquences sur la société.

---

<sup>717</sup> Robin Greenwood et Michael Schor, *Hedge fund investor activism and takeovers*, Harvard University, July 2007: "L'activisme semble accroître la probabilité d'une cible sous-évaluée est finalement acquise; les retours de l'activisme reflètent cette probabilité renforcée d'une prime d'offre. (...) Les activistes ont besoin d'acquérir au moins 5% du capital pour pousser plus activement à une offre publique avec la déclaration obligatoire 13D. Ce dernier point suggère que si les actifs des *hedge funds* continuent à croître, ces investisseurs pourraient devenir de plus en plus efficaces pour créer des offres publiques sur des sociétés plus grosses dans le futur. Une implication de notre travail est que le champ pour que l'activisme des *hedge funds* ait des effets persuasifs sur la corporate governance est quelque peu limité. Selon nous, les *hedge funds* investissent dans des petites sociétés sous-valorisées avec le but ultime de voir ces sociétés rachetées".

<sup>718</sup> Jonathan M. Karpoff, *The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings*, University of Washington, Corporate Governance I praksis, Internasjonalt Seminar, 10 septembre 2001.

L'étude, précédemment citée<sup>719</sup>, faisant une synthèse des travaux scientifiques en la matière, met en avant les résultats communs aux différentes études. Les fonds activistes ont réussi à introduire des changements dans la structure de gouvernance des sociétés, cette capacité à introduire de tels changements s'améliorant au cours du temps. Cette stratégie a cependant, en général, peu d'effet sur la valorisation à court terme de l'entreprise. L'activisme en matière de *corporate governance* produit des résultats contrastés en ce qui concerne la création de valeur actionnariale<sup>720</sup>. On ne peut donc pas conclure avec certitude que l'activisme actionnarial crée de manière certaine de la valeur pour les actionnaires de la société visée<sup>721</sup>.

#### b. Le cas particulier de l'activisme en période d'offre publique.

**268. Différence entre la *corporate governance* et le *merger arbitrage*.** Le fait que certaines études ne concluent pas à une plus grande création de valeur suite à une campagne d'activisme actionnarial doit être relativisé. La majorité de ces études ont été menées sur des cas d'activisme visant à promouvoir le respect des règles de *corporate governance*. Il apparaît logique que cet activisme soit moins créateur de valeur que celui en matière d'opérations financières. Tout d'abord, si la campagne réussit, il n'est pas certain que les changements introduits dans la gouvernance de la société permettent la création de valeur actionnariale.

**269.** Il est aussi délicat de mesurer le lien entre ces changements et une création ou une baisse de cette valeur. Il est en effet assez difficile de lier la nomination d'administrateurs indépendants à une évolution du cours de bourse par exemple. Ensuite, si augmentation de cette valeur il doit y avoir, celle-ci sera généralement moins perceptible que dans le cas d'une opération financière. Certaines de ces études sont aussi critiquables sur leur méthodologie. Il apparaît difficile d'évaluer les effets positifs ou négatifs d'une campagne activiste en analysant uniquement son existence mais non son déroulement. Ces campagnes peuvent

---

<sup>719</sup> Jonathan M. Karpoff, *Ibid.*

<sup>720</sup> Jonathan M. Karpoff, *Ibid.*: "Le retour sur investissement moyen n'est pas nul pour certains sous-ensembles qu'ils aient été visés par des propositions ou non. Par exemple, les propositions en 1990-91 soutenues par des fonds de pensions dans des sociétés qui n'avaient pas précédemment recues de propositions, et les propositions de 1990-93 qui furent publiées dans la presse financière avant que les proxy ne soient distribuées, sont associés avec l'augmentation de la valeur. Les propositions de CalPERS dans ses premières périodes d'activisme, par contracte, sont associées à une baisse de la valeur de l'action".

<sup>721</sup> « Pour faire simple, la littérature empirique ne donne que peu de preuve que les propositions des actionnaires créent de la valeur, bien que des efforts de négociations puissent être effectués. A la fois les propositions et les négociations privées ont conduit des sociétés à faire de petits changements dans leurs règles de gouvernance".

adopter différentes stratégies et être plus ou moins bien exécutées. Ce corpus d'études doit donc être pris en compte mais relativisé.

**270. Une plus grande création de valeur ?** Il est difficile de déduire de l'ensemble de ces études une conclusion générale selon laquelle l'activisme actionnarial ne serait pas ou peu créateur de valeur pour les actionnaires. L'analyse des exemples que nous avons précédemment effectuée<sup>722</sup> vient démontrer que, dans certains cas, la création de valeur est extrêmement significative. Surtout, la seule étude portant spécifiquement sur le rôle de l'activisme actionnarial conclut à une très forte création de valeur actionnariale si la campagne activiste réussit<sup>723</sup>.

**271.** L'ensemble des autres études visant les campagnes de *corporate governance*, ne peut naturellement prendre en compte la prime nécessairement offerte lors d'une offre publique. On peut donc conclure, qu'à l'heure actuelle, les travaux scientifiques portant sur l'activisme dans les offres publiques concluent à une plus grande création de valeur dans ce contexte. Cette création de valeur est propre à ce type d'activisme et ne se retrouve donc pas forcément dans l'activisme portant sur la *corporate governance*. Il s'agit de l'état des travaux scientifiques en matière financière portant sur cette question à l'heure actuelle et cette conclusion doit donc être relativisée.

## **2. Un bilan positif pour l'activisme actionnarial dans les offres publiques.**

**272.** Le rôle des actionnaires activistes dans les offres publiques rentre parfaitement en adéquation avec la place de l'actionnaire que nous avons précédemment étudié. Les actionnaires jouent effectivement un rôle central dans le cadre de l'offre publique (a) Il apparaît dès lors que le rôle joué par ces actionnaires activistes jouent un rôle positif dans le cadre des offres publiques (b).

### **a. La parfaite adéquation avec la place de l'actionnaire.**

---

<sup>722</sup> Supra 103 et suivants.

<sup>723</sup> Robin Greenwood et Michael Schor, Hedge fund investor activism and takeovers, Harvard University, July 2007.

**273. L'adéquation.** L'actionnaire activiste va jouer un rôle absolument central dans le cadre d'une offre publique. Il va surtout répondre à la vision d'un actionnaire pleinement engagé dans le mécanisme de l'offre publique. Les actionnaires activistes viendront pleinement s'impliquer dans le choix qu'il faut effectuer au moment de l'offre et joueront le rôle qui est pleinement attendu d'eux. Ils viendront effectuer un choix et accepter ou refuser l'offre en fonction d'éléments objectifs. Cela correspond donc assez pleinement avec la vision d'un actionnaire, propriétaire de la société, effectuant un choix en connaissance de cause pour l'avenir de cette dernière.

**274.** Le rôle joué par les actionnaires activistes dans les offres publiques apparaît comme étant globalement positif étant donné qu'il conduirait à une création de valeur actionnariale significative si la campagne activiste est suivie d'une offre publique. Même si nous démontrons que l'intérêt social ne peut correspondre uniquement à la création de valeur, il s'agit de maximiser la valeur actionnariale. C'est ce que font précisément les *hedge funds* activistes en facilitant le lancement d'une offre sur la société. Ce rôle est accentué par le fait qu'une surenchère peut avoir lieu, maximisant d'autant plus la valeur de la société et le retour sur investissement des actionnaires. Cette adéquation se retrouve aussi quand les fonds activistes soutiennent un projet d'offre (dont-ils ne sont pas l'initiateur) ou s'y opposent. En soutenant une offre, ils favoriseront le rachat ou la fusion d'une société, cette opération étant, selon eux, un bon moyen de créer de la valeur actionnariale. De même, en s'opposant à un projet d'offre les fonds vont empêcher le rachat d'une société alors que cette dernière serait sous-valorisée par l'initiateur de l'offre. Il en va de la même manière pour les offres de retrait. Les fonds vont agir dans le sens des intérêts de l'ensemble des actionnaires en venant empêcher la sortie de la cote d'une société si le prix proposé ne représente pas réellement la valeur de cette dernière. Ils vont ainsi venir forcer l'initiateur de l'offre à payer le prix véritable. Les fonds sont donc à la fois protecteur de l'intérêt des actionnaires en empêchant les offres sous-valorisées et jouent aussi un rôle de maximisation de ces mêmes intérêts en déclenchant des offres et des surenchères. Cette adéquation avec la place de l'actionnaire leur confère donc une légitimité importante pour mener à bien leurs campagnes activistes. Nous le verrons ensuite, elle vient, à notre sens, rendre inutile toute réglementation supplémentaire de cette pratique actionnariale. Il ne fait en effet pas sens de venir chercher à encadrer une pratique qui va dans le sens de la *ratio legis* de la réglementation en la matière.

**275. Un rôle attendu depuis longtemps.** Le rôle joué par les actionnaires activistes est consacré par la doctrine<sup>724</sup>, on peut même dire qu'il était attendu depuis longtemps<sup>725</sup>. Les fonds jouent en effet le rôle que devrait jouer tout actionnaire en étant impliqué dans la vie sociale. Or, les actionnaires minoritaires sont généralement peu impliqués dans le contrôle des dirigeants des sociétés dans lesquelles ils ont investi<sup>726</sup>, même en période d'offre publique<sup>727</sup>. Les actionnaires activistes sont alors les portes drapeaux des autres actionnaires et effectuent le travail de contrôle et de contestation des dirigeants à leur place.

**276.** Cet interventionnisme est encouragé par certaines réglementations étrangères, comme le *Stewardship Code* anglais<sup>728</sup>. Les actionnaires activistes jouent un rôle qui est normalement dévolu à l'ensemble des actionnaires et qui devrait être joué par les autres actionnaires minoritaires, en premier lieu desquels se trouvent les OPCVM. Ces derniers ont délaissé ce rôle pour des raisons de coûts<sup>729</sup> et préfèrent vendre leurs titres plutôt que de contester les dirigeants en place. On peut donc voir le rôle des actionnaires activistes dans le cadre des offres publiques comme étant l'aboutissement d'un mouvement de fond visant à améliorer l'implication des actionnaires dans la vie de la société.

#### b. Un rôle généralement positif.

**277. Aspects positifs et aspects négatifs.** Nous avons précédemment vu<sup>730</sup> que le rôle joué par les actionnaires activistes a pu être critiqué dans la presse ou bien par certains

---

<sup>724</sup> Voir notamment : Alain Chaigneau, Pierre-Henri Leroy : il fait parler les muets, *Marchés et Techniques Financières-Haute Finance*, 1997, n°91, p.20 ; Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randall Thomas, Hedge Fund Activism, corporate governance and firm performance, 63 *Journal of Finance* 1729 (2008) ; Jeffrey N. Gordon, The rise of independent directors in the United-States, 1950-2005: Of shareholders value and stock market prices, 59, *Stan. L. Rev.*, 1465, 1506-7.

<sup>725</sup> *Infra* n°585.

<sup>726</sup> Kraakman, Armour, Davies, Enriques, Hansmann, Hertig, Hopt, Kanda, Rock, *The anatomy of Corporate Law, A comparative and functional approach*, Second Edition, 3. The Basic governance structure : the interests of shareholders as a class, Oxford University Press.

<sup>727</sup> Marcel Kahan and Edward Rock, Hedge funds in corporate governance and corporate control, *U. Pa. L. Rev.*, Mai 2007, 155, n°5, p 1045: "*Les OPCVM se sont détournés des modes d'activismes les plus coûteux et confrontationnel. Ils ne se sont pas lancés dans des proxy fights ou mené la charge en poussant pour des changements stratégiques ou de direction. La plupart des OPCVM n'ont même jamais fait de propositions en assemblée générale, et, jusqu'à récemment, les OPCVM ont rarement été actifs en s'opposant à des acquisitions*".

<sup>728</sup> Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, Juillet 2010. Principe 3 : « *Les investisseurs institutionnels doivent contrôler les sociétés dans lesquels ils investissent* » et Principe 5: "*Les investisseurs institutionnels doivent être prêts à agir collectivement, avec d'autres investisseurs, quand cela est approprié*".

<sup>729</sup> Marcel Kahan and Edward Rock, Hedge funds in corporate governance and corporate control, *Ibid*, p 1048 et suivantes.

<sup>730</sup> Ce fût notamment le cas avec TCI et Deutsche Börse, *Supra* n°111 et suivantes.

dirigeants. Il s'agit du principal aspect négatif du rôle joué par ces fonds dans le cadre des offres publiques. Les critiques s'articulent principalement autour du fait qu'ils poursuivent un intérêt purement financier sans tenir compte d'autres aspects, et notamment des aspects sociaux en jeu lors de telles opérations.

**278.** Il faut apporter une nuance aux critiques venant des dirigeants. Ces derniers n'ont aucun intérêt rationnel à ce que des fonds activistes rentrent au capital de leur société et viennent contester leur stratégie, que ce soit en matière de *corporate governance* ou d'offre publique. Dès lors, l'appréciation des critiques du rôle joué par les actionnaires activistes provenant de ces dirigeants doit tenir compte de ce conflit d'intérêt. Il ne faut pas occulter l'ensemble des critiques. L'action de TCI sur ABN AMRO a conduit à une offre provenant d'un consortium de trois banques, dont deux ont ensuite dû être nationalisées une année plus tard suite à la crise financière<sup>731</sup>. On ne peut donc occulter certains effets négatifs de ces campagnes activistes. Ces fonds viennent améliorer le fonctionnement du *market for corporate control* en augmentant le risque de changement de contrôle des sociétés qui sont mal gérées par leurs dirigeants. Les aspects positifs de ces interventions se concentrent donc plus dans la création de valeur actionnariale qu'ils contribuent à faire.

**279. L'état satisfaisant de la réglementation actuelle.** La question soulevée par certaines critiques<sup>732</sup> était de se demander si la réglementation, à l'heure actuelle, était adaptée à ce qu'elles considéraient comme étant une menace pesant sur les entreprises. Cette idée appelle deux remarques. Une réglementation supplémentaire ne paraît pas souhaitable étant donné qu'il ne fait pas sens de venir contraindre des actionnaires jouant un rôle en conformité avec ce que l'on attend d'eux. Par ailleurs, certaines entreprises ont été en mesure de se défendre contre l'intervention des fonds activistes qu'elles jugeaient inopportune sans avoir besoin d'une amélioration de la réglementation<sup>733</sup>. Nous verrons aussi qu'un corpus de règles<sup>734</sup> vient s'appliquer à l'action des actionnaires activistes dans les sociétés et qu'il ne nous paraît pas nécessaire de venir le renforcer à l'heure actuelle. On peut conclure que l'état de la réglementation est satisfaisant en n'entravant pas inutilement l'action des fonds activistes et en n'empêchant pas la société ciblée par ces fonds de les contrer si la campagne activiste paraissait infondée. Il ne nous semble donc pas nécessaire d'aller plus avant dans la

---

<sup>731</sup> Supra n°103 et suivants.

<sup>732</sup> Notamment suite à l'action de TCI sur Euronext, supra n°111 et suivants.

<sup>733</sup> Voir la fusion entre NYSE et Euronext, *Ibid.*

<sup>734</sup> Voir notre analyse, infra : Chapitre 1. L'absence de protection légale, de la première sous-partie de la deuxième partie.

réglementation et notamment d'édicter une réglementation spécifique pour encadrer l'activisme actionnarial. Il ne faut pas non plus demander au droit boursier de régler un problème ne relevant pas de son ressort. On pourrait par exemple argumenter que l'action de TCI sur ABN AMRO aurait du être mieux encadrée, l'offre finale ayant conduit à la quasi-faillite de deux établissements de crédit majeurs. Cependant, si, en l'espèce, défaut il y a eu dans la réglementation, il se trouve plus, à notre sens, dans la réglementation prudentielle sur les établissements de crédit que dans la réglementation boursière.

## **B. Les résultats et effets de l'arbitrage financier dans les offres publiques.**

**280.** Les stratégies d'arbitrage dans le cadre des offres publiques se sont traduites par un succès financier pour les investisseurs pratiquant l'arbitrage sur le risque. Ces derniers réussissent à dégager des plus-values significatives grâce à ces stratégies et à la maximisation de leur puissance financière (1). Ce type de comportement est donc extrêmement attractif et de nombreux investisseurs les adoptent. Ils vont constituer une forte présence au capital de la société cible avec une volonté ferme et déterminée de voir cette offre réussir. Ils auront même les mains liées du fait des ventes à découvert. Elles influencent donc fortement l'issue de ces dernières (2).

### **1. Un succès en termes financiers.**

**281.** Ce succès des stratégies d'arbitrage dans les offres publiques se traduit par les retours financiers qu'elles génèrent. Ces retours sont extrêmement significatifs et importants et génèrent un fort attrait auprès des investisseurs (a). Ce comportement va avoir un impact cependant assez limité et en tout état de cause difficile à évaluer sur le prix de l'offre publique (b).

#### **a. Les retours financiers.**

**282. Une stratégie rémunératrice.** Nous avons eu l'occasion de démontrer l'attrance des *hedge funds* en termes de rémunération pour les opérateurs des banques

d'investissement<sup>735</sup>. L'arbitrage dans le cadre des offres publiques permet aux gestionnaires de ces fonds de dégager des profits importants et donc de s'octroyer des bonus significatifs. Les études démontrent que les retours générés par ces pratiques actionnariales sont généralement bénéfiques pour les arbitragistes<sup>736</sup>. Plusieurs études ont été réalisées à ce sujet. Elles démontrent que les rendements annuels générés par ces stratégies d'arbitrage peuvent être<sup>737</sup>, au minimum, de 18% et monter jusqu'à 172%. De manière générale, les fonds pratiquant des stratégies de d'arbitrage sur le risque lors des offres réalisent des retours sur investissement supérieurs aux catégories de fonds. Ces résultats permettent de venir confirmer un point fondamental dans l'étude de la stratégie des *hedge funds*. Ces derniers sont bien *market neutral*, c'est-à-dire sans lien avec l'évolution du marché, ils recherchent, et trouvent la performance absolue sans être impactés par les fluctuations du marché. C'est ce que confirment les analyses de Stanley Block. Ce dernier démontre que les *hedge funds* arbitragistes tendent à dégager un retour sur investissement extrêmement positif (d'environ 21%) alors même que l'indice boursier de référence plongeait d'environ 38% sur la même période<sup>738</sup>. Sur cette même période, l'indice représentant les performances des *hedge funds* arbitragistes surperformait l'indice de référence (en l'occurrence le S&P 500) d'environ 60%. L'auteur de cette étude démontre aussi que sur une période de douze ans, les deux indices évoluent sensiblement de la même manière, 349% pour le S&P 500 et 347% pour celui portant sur les *hedge funds* arbitragistes.

**283.** La conclusion est claire, les fonds arbitragistes présentent des rendements très intéressants en période de baisse du marché. Ils sont donc prisés par les investisseurs souhaitant diversifier leurs portefeuilles et limiter l'impact de ses baisses<sup>739</sup>, surtout que même s'ils ne surperforment pas systématiquement les indices de référence, les retours proposés par ces fonds sont toujours significatifs<sup>740</sup>. Ainsi, malgré les risques générés pas ces stratégies, ces

---

<sup>735</sup> Supra n°38 et suivants.

<sup>736</sup> Stanley Block, Merger arbitrage hedge funds, Journal of applied finance, spring summer 2006, p.91. L'auteur relève: "Le point important dans le résumé de ces études est qu'il y a des retours positifs avec l'arbitrage sur les fusions. Si on peut prévoir à la fois les fusions qui se réaliseront et celles qui peuvent se réaliser rapidement, on peut avoir une recette pour le succès des fonds d'arbitrage. Les données sur les rendements des fonds (...) suggèrent que c'est ainsi que cela se produit avec les hedge funds".

<sup>737</sup> Les variations, parfois extrêmement importantes, existantes entre ces études peut s'expliquer par la méthode de calcul retenue: Dung V. Nguyen, The roles of Arbitrageurs – UK evidence, Cranfield School of Management, DEPOCEN, Working Paper Series n°2010/04, p.2.

<sup>738</sup> Stanley Block, Merger arbitrage hedge funds, Journal of applied finance, spring summer 2006, p.95.

<sup>739</sup> L'auteur conclut: « En conséquence, les arbitragistes sont probablement les plus attractifs dans des marchés neutres et baissiers et moins attractif dans le cadre de marchés haussiers ».

<sup>740</sup> Stanley Block, Ibid: "Cependant, en évaluant soigneusement la probabilité et la durée de la période d'offre, le fonds arbitragistes est normalement capable d'avoir des gains dans n'importe quel type d'environnement de marché".

dernières se révèlent extrêmement rémunératrices pour les *hedge funds* et leur permettent de réaliser des profits importants. Ces retours peuvent s'expliquer par les capacités d'analyse des investisseurs arbitragistes<sup>741</sup>. Relevons que ces constatations viennent vérifier ce que nous avons précédemment étudié<sup>742</sup> concernant l'attrait que représentent ces fonds pour les *traders* du fait des niveaux de rémunération proposés. Ce niveau de rendement incitera dès lors ces gérants à favoriser des stratégies de court terme pour s'assurer du succès de l'offre et sécuriser ce rendement, quoi qu'il advienne ensuite pour la société cible.

**284. Les conséquences de ces rendements pour les arbitragistes.** Ces rendements importants ont des conséquences sur l'industrie des investisseurs ces mêmes conséquences pouvant avoir indirectement des implications lors des offres publiques. En premier lieu, cela va attirer un grand nombre d'investisseurs vers cette stratégie. Dès lors, ce seront plusieurs actionnaires qui prendront position au capital de la société lors de l'offre et décideront de son issue. On aura un effet de masse similaire aux *wolf pack* précédemment étudiés<sup>743</sup> ; sans pour autant que les arbitragistes cherchent à engager ou même surveiller les dirigeants en place. Cet attrait attirera donc des fonds dans le secteur qui viendront constituer un bloc au sein du capital de la société cible. Le corollaire est intéressant. Si l'arbitrage financier dans les offres publiques vient à présenter des rendements moins intéressants, il est dès lors très probable que les arbitragistes perdent de leur influence dans le mécanisme d'offre. Ensuite, l'attrait de ces stratégies viendra nécessairement créer une forte concurrence entre les différents gérants la proposant. Ces derniers devront obtenir les meilleurs résultats financiers possibles pour attirer investisseurs et capitaux. Cette concurrence les conduira nécessairement à ne se concentrer que sur le résultat financier de l'opération et donc, à ne pas prendre en compte la stratégie proposée par les dirigeants pour l'entreprise, même si elle est créatrice de valeur. De la même manière, les arbitragistes seront poussés à adopter les stratégies les plus agressives possibles pour maximiser leurs rendements.

---

<sup>741</sup> Dung V. Nguyen, The roles of Arbitrageurs – UK evidence, Cranfield School of Management, DEPOCEN, Working Paper Series n°2010/04, p.41 : « *Nous avons des preuves concernant une relation positive entre la présence d'arbitragiste et les retours, tout en contrôlant l'ensemble des autres informations publiques disponible à la date de l'annonce de l'offre. Cela signifie que les arbitragistes semblent être mieux informés que l'investisseur moyen sur le marché dans la capacité à sélectionner les offres publiques d'achat pour leur investissement. La preuve n'est pas très forte bien que la relation est seulement d'un niveau de 10* Par ailleurs, nous n'avons trouvé aucune preuve d'une relation non linéaire entre les retours sur l'arbitrage et la participation des arbitragistes. La conjoncture selon laquelle le fait que plusieurs arbitragistes viennent dans le jeu va renforcer la compétition et réduire le retours avec l'arbitrage n'est pas prouvée ».

<sup>742</sup> Supra n° 38 et suivants.

<sup>743</sup> Supra n° 95.

**285.** On peut anticiper deux conséquences néfastes. En premier lieu, on peut craindre une multiplication des délits d'initiés comme en témoigne une nouvelle affaire à New-York<sup>744</sup>. Les gérants ont en effet intérêt à anticiper au maximum l'offre pour maximiser leurs plus values. Dès lors, rien n'est plus intéressant qu'une information privilégiée quant à la certitude et avec des détails sur l'offre. Ensuite, cette agressivité peut conduire certains fonds à prendre des risques exagérés et à ainsi subir de lourdes pertes en cas d'échec de l'offre. Les rendements dégagés par ces stratégies d'arbitrage lors de ces offres peuvent donc avoir une influence significative sur ces dernières. Enfin, relevons qu'aucune réglementation du nombre d'acteurs du secteur ne semble envisageable étant donné qu'il faudrait empêcher des gérants de créer leur fonds. Le seul moyen envisageable pour limiter cette influence est de réduire l'attractivité de cet arbitrage lors des offres publiques.

#### b. La relation avec le prix de l'offre.

**286. L'effet sur le prix du titre pendant l'offre.** L'effet de l'arbitrage sur le risque de l'offre sur le prix lors des offres publiques sera un critère important pour juger de son utilité et de son efficacité. En premier lieu, en dehors du prix de l'offre en lui-même, l'intervention des arbitragistes va avoir un effet sensible sur la cotation du titre pendant la période d'offre. Les arbitragistes vont acheter massivement des titres de la société cible ce qui va conduire à une hausse du prix de ces derniers<sup>745</sup>. Ces mouvements vont permettre au marché de déterminer si l'offre est acceptable (le prix de l'action et de l'offre sont identiques), si une surenchère est attendue (le prix de l'action se maintient au-dessus de l'offre) ou si l'offre est vouée à l'échec (le prix de l'action est inférieur au prix de l'offre). Les arbitragistes vont ensuite faire évoluer le prix de l'action tout au long de la période d'offre. Si l'écart de cours devient inexistant, les arbitragistes peuvent alors revendre une partie des titres puis ensuite revenir en position acheteuse une fois que cet écart sera redevenu intéressant<sup>746</sup>. Enfin, lorsqu'on approchera de la clôture de l'offre, les arbitragistes n'attendront pas le règlement-livraison des titres mais céderont leurs participations sur le marché pour récolter leur plus-

---

<sup>744</sup> Infra n°454.

<sup>745</sup> E. Aranow and H. Einhorn, Tender offers for corporate control, 1973; Jeffrey Stephen Turner, Should tender offer arbitrage be regulated? Duke L. J., Vol. 1978, p.1005.

<sup>746</sup> Henry, Activities of arbitrageurs in tender offers, 119, U. Pa. L. Rev., 466 (1971); Jeffrey Stephen Turner, Should tender offer arbitrage be regulated? Duke L. J., Vol 1978, p.1005.

value<sup>747</sup>. L'investisseur arbitragiste cherchera toujours à réaliser son profit une fois que ce dernier sera certain et à le récupérer pour pouvoir le réinvestir<sup>748</sup>. Cet afflux de titres entraînera alors le cours à la baisse. Enfin, si, suite aux achats massifs des arbitragistes, le prix de l'action vient se placer au dessus de celui de l'offre le message envoyé au marché sera extrêmement clair : une surenchère est attendue, que ce soit de l'initiateur de l'offre, d'un tiers ou d'un chevalier blanc<sup>749</sup>. Ce n'est cependant pas parce qu'une surenchère est attendue qu'elle se réalise, comme en témoigne l'exemple du refus de surenchère d'Areva sur RePower<sup>750</sup>. Le dernier cas de figure est celui dans lequel l'action des fonds arbitragistes peut venir tuer l'offre. Il est en effet établi que si les arbitragistes jugent que les chances initiales de réussite de l'offre diminuent fortement<sup>751</sup>, ils réaliseront leurs profits en liquidant leurs positions longues et courtes sur le marché. S'ils partagent tous la même analyse, l'écart de cours entre le prix de l'offre et celui de l'action va se recréer. Le message envoyé aux marchés est alors limpide : personne ne souhaite plus acheter l'action au prix de l'offre car personne ne croit que l'offre va réussir et que le règlement-livraison au prix proposé par l'initiateur de l'offre interviendra.

**287.** L'action des investisseurs arbitragistes sur le prix de l'offre comprend des aspects positifs<sup>752</sup>. La pression simultanée à l'achat et à la vente des arbitragistes sur les deux valeurs va venir stabiliser la différence de prix sur le marché. On a vu que les arbitragistes n'avaient pas qu'un rôle purement passif sur le processus de l'offre. Cette action sur le prix de l'offre et ses répercussions vient démontrer qu'ils peuvent avoir une influence sur une éventuelle

---

<sup>747</sup> *Ibid* ; *Ibid*.

<sup>748</sup> Entretien de l'auteur avec Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan London en date du 21 novembre 2011.

<sup>749</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, p.1006 ; Francesca Cornelli et David D. Li, Risk arbitrage in takeovers, *The review of financial studies*, Vol.15 (Summer 2002), No. 3, p.837. Article disponible sur internet : <http://faculty.london.edu/fcornelli/rev7.pdf>, lien consulté le 25 novembre 2012 : « *Aussi longtemps que les profits espérés sont strictement positifs, beaucoup d'arbitragistes vont choisir d'acheter des actions. Si trop d'arbitragistes cherchent à acheter des actions, le volume, et en conséquence le prix, va augmenter et ils ne vont pas acheter aucune action* ».

<sup>750</sup> Lors de cette bataille boursière pour l'acquisition de la société RePower, une surenchère était attendue étant donné que le prix de l'action se maintenant substantiellement au dessus de celui proposé par l'offre ([http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m\\_actu&ida=81286-areva-vers-une-surenchere-de-suzlon-sur-repower-a-160-euros](http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m_actu&ida=81286-areva-vers-une-surenchere-de-suzlon-sur-repower-a-160-euros), lien consulté le 23 novembre 2012) ; Areva renonça cependant à une telle surenchère, cela consistant à survaloriser la société ([http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m\\_actu&ida=97827-areva-pas-de-surenchere-sur-repower-statu-quo-sur-eramet](http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m_actu&ida=97827-areva-pas-de-surenchere-sur-repower-statu-quo-sur-eramet), lien consulté le 23 novembre 2012).

<sup>751</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.470. Le même auteur cite l'exemple de la fusion rate entre Werox et CIT, le spread ne se réduisit jamais du fait des doutes émis sur la stratégie industrielle à l'œuvre pendant cette fusion. Le marché ne croyant pas à sa pertinence industrielle, le spread resta large tout au long de l'offre et mena à son échec.

<sup>752</sup> Frederick B. Henry, *Ibid*, p.483 : « *La pression constant sur les prix découlant des activités des arbitragistes tend aussi à stabiliser la relation entre les deux titres financiers impliqués. Finalement, les arbitragistes aide à égaliser les différences d'offre et de demande dans deux marches et agissent comme un intermédiaire efficace dans le transfert de l'offre et de la demande entre les marchés* ».

surenchère par le simple mécanisme du marché, sans pour autant intervenir en assemblée générale ou se faire connaître publiquement comme le font les actionnaires activistes. La différence fondamentale est que l'influence sur le mécanisme de l'offre est indirecte. Les arbitragistes déboucleront leurs participations uniquement parce que leur analyse prédit un échec de l'offre ou un risque d'échec trop important. Ils ne chercheront donc pas à faire échouer l'offre pour réaliser une plus-value. Leur influence sur l'issue de l'offre ne tiendra qu'à leur volonté de préserver leur plus-value, cette influence découlera donc des conséquences de leur stratégie. Elle sera indirecte.

**288. L'influence des arbitragistes sur le prix de l'offre : l'approche théorique.** En ce qui concerne le prix de l'offre en lui-même, il paraît intéressant d'étudier les répercussions théoriques que l'action des arbitragistes peut avoir dessus, puis de confronter ces hypothèses aux constats scientifiques. Il est déjà évident que si influence il doit y avoir elle sera nécessairement indirecte. Seul l'initiateur peut modifier le prix de l'offre<sup>753</sup>. Il le fera en fonction de la nécessité de surenchérir, en étudiant l'évolution du marché. La question est donc de savoir si la présence et les actions des arbitragistes génèrent généralement un prix d'offre élevé ou si au contraire leur présence amène à proposer un prix d'offre peu élevé. Plusieurs théories peuvent faire sens. En premier lieu, on peut estimer que la présence d'arbitragistes empêchant la société de mettre en œuvre des mesures de défense anti-OPA efficaces va avoir pour conséquence directe un prix d'offre moyen étant donné que l'initiateur n'aura pas à surenchérir pour s'assurer la prise de contrôle de l'entreprise en contrant les mesures déployées par les dirigeants en place. De la même manière, sachant que ces fonds seront favorables à l'offre et chercheront, si les conditions de risque sont faibles, à la soutenir pour qu'elle se réalise, l'initiateur de l'offre n'aura pas à proposer un prix extrêmement élevé étant donné qu'il sera certain qu'une partie du capital sera acquis à sa proposition. Le fait que les arbitragistes soient, par essence, favorables à la réalisation de l'offre, joue en faveur d'une prime modeste.

**289.** A l'inverse, on peut aussi penser que ces fonds vont avoir un effet positif sur le prix de l'offre. Un tiers souhaitant surenchérir sera aussi certain que les fonds se montreront favorables à sa surenchère étant donné qu'elle viendra maximiser leurs profits. Cela pousserait donc en faveur des surenchères et ainsi à favoriser un prix d'offre élevé du fait de cette surenchère et de sa possibilité. Comme nous l'avons précédemment démontré les

---

<sup>753</sup> Article 232-6 RGAMF.

arbitragistes pourront aussi influencer vers un prix d'offre élevé en créant les conditions d'une surenchère s'ils poussent et maintiennent le prix de l'action au-dessus du prix proposé par l'offre. Un élément doit être pris en compte, ces hypothèses ne peuvent être que générales, l'influence se fera surtout in concreto en fonction des risques générés par l'offre. Si une offre est risquée, cela pourra ainsi pousser l'initiateur à proposer un prix élevé pour réduire les risques et ainsi attirer les arbitragistes.

**290.** Cette compatibilité entre l'arbitrage en période d'offre publique et un bénéfice pour l'ensemble des autres actionnaires appelle néanmoins quelques réserves. Il est certain que l'arbitrage sur l'écart de cours engendré par l'offre créera de la valeur pour ces actionnaires. Cependant s'agit-il réellement de valeur actionnariale ? La création de cette valeur actionnariale ne passe t'elle pas plutôt par une augmentation du prix de l'action sur le long-terme accompagnée d'une politique généreuse de distribution des résultats à l'ensemble des actionnaires ? Ce n'est pas parce que les arbitragistes réalisent un profit sur une variation du cours de bourse de la société que ceci doit immédiatement être associé à une création de valeur. De plus la création de valeur actionnariale sera nécessairement limitée à la période de l'offre, il s'agira donc d'une création de valeur personnelle et limitée sur une période de court terme. Le profit réalisé par l'arbitragiste sera fait uniquement sur la période d'offre et non pas sur une période plus longue pendant laquelle il aura porté le risque inhérent à l'activité économique de la société. Il apparaît difficile d'estimer que le profit réalisé par les fonds s'inscrit dans le cadre d'une véritable création de valeur par la société pour ses actionnaires et non pas dans la réalisation d'une opération financière sophistiquée qui aurait aussi bien pu être réalisée sur un autre marché et une autre société. La question est alors de savoir si le profit réalisé par un actionnaire peut réellement s'analyser comme découlant d'une création de valeur actionnariale par la société. Enfin, nous venons de le relever, cette création de valeur peut apparaître comme étant purement personnelle. On peut avancer que seuls les arbitragistes réaliseront un profit du fait de l'offre. Cet argument ne peut cependant être retenu. Si ces derniers sont en mesure de réaliser un tel profit c'est, qu'au départ, une prime d'offre a été proposée à l'ensemble des actionnaires. L'ensemble de ces actionnaires auront donc été en mesure de réaliser un profit avec cette prime. L'argument tiré du fait que les arbitragistes réaliseraient un profit personnel apparaît donc peu crédible. Cependant, et cela rejoint la remarque précédente, les autres actionnaires seront probablement plus légitimes à bénéficier de cette opportunité d'arbitrage étant donné qu'ils ont supporté le risque économique généré par l'activité de la société pendant une période plus longue.

**291. L'influence des arbitragistes sur le prix de l'offre : le résultat des études.** Les études portant sur l'impact du rôle des arbitragistes sur le prix de l'offre ont été récemment synthétisées<sup>754</sup>. Une première étude a estimé que lorsque des arbitragistes étaient présents dans des offres publiques deux effets pouvaient être constatés. En premier lieu, la prime d'offre était plus importante. En second lieu, l'offre avait plus de chance de réussir. L'étude plus récente tend à l'inverse à démontrer que la prime d'offre ne serait pas plus importante lorsque des arbitragistes seraient au capital que l'inverse<sup>755</sup>.

**292.** Ce résultat doit être nuancé étant donné qu'il a été réalisé dans le cadre réglementaire du *City Code on Takeovers on Mergers* qui impose des règles de déclarations beaucoup plus contraignantes qu'en France, ces mêmes règles tendant à porter les arbitragistes à la connaissance du public et à, in fine, réduire cette prime d'offre. Il apparaît donc délicat, en l'état des travaux actuellement disponibles, de conclure à un effet positif apporté par les arbitragistes quant aux primes proposées dans le cadre des offres publiques. Surtout, la seconde étude nous démontre que l'impact des arbitragistes sur la prime offerte par l'initiateur de l'offre va largement dépendre du contexte réglementaire en vigueur. Il n'est pas possible de tirer une conclusion définitive quant à un impact positif en termes de création de valeur actionnariale de l'intervention de ces actionnaires arbitragistes en période d'offre publique. En outre, l'étude de cet impact avec les fonds arbitragistes précédemment effectuée<sup>756</sup> montre qu'il est compliqué de parvenir à une conclusion unanimement partagée par les économistes sur ce point. Dès lors, nous pensons qu'il est préférable de ne pas conclure sur ce point en l'état actuel de la recherche économique sur le sujet.

## **2. Une influence sur le mécanisme de l'offre.**

**293.** Ces stratégies d'arbitrage financier sont maintenant quantitativement extrêmement importantes dans les offres publiques. Les actionnaires adoptant un comportement arbitragiste représentent une part significative du capital de la société (a). Ces stratégies viennent donc influencer directement sur le succès de l'offre étant donné que ces

---

<sup>754</sup> Dung V. Nguyen, *The roles of Arbitrageurs – UK evidence.*, Août 2009 (étude disponible sur internet: [http://depocenwp.org/upload/pubs/VEAM/04THE%20ROLES%20OF%20ARBITRAGEURS\\_DEPOCENWP.pdf](http://depocenwp.org/upload/pubs/VEAM/04THE%20ROLES%20OF%20ARBITRAGEURS_DEPOCENWP.pdf)).

<sup>755</sup> Dung V. Nguyen, *Ibid.*

<sup>756</sup> *Supra* n°282 et suivants.

actionnaires auront un intérêt certain à la réussite de cette dernière quelles que soient ses conséquences pour la société (b).

#### a. L'importance du phénomène.

**294. Les constatations de la pratique.** La présence des arbitragistes, et particulièrement des *hedge funds*, est attestée par de nombreuses sources. Les praticiens relèvent la forte présence des *hedge funds* arbitragistes lors des offres publiques ce qui rend extrêmement difficile, voire inenvisageable, la mise en œuvre de mesures de défense anti-OPA. Une doctrine autorisée<sup>757</sup> relevait ainsi « *Le poids croissant des hedge funds dans le capital des émetteurs, dont l'objectif est d'engranger des plus-values sur des périodes courtes et qui seront donc enclins à apporter leurs titres à une offre dès lors que celle-ci comporte une prime satisfaisante, et ce quelle que soit la stratégie à long terme de l'initiateur, tend à faciliter la réussite des offres hostiles* ». La présence des actionnaires arbitragistes est apparue clairement en 1999 lors de la bataille boursière entre BNP et la Société-Générale pour la prise de contrôle de Paribas. Les dirigeants de la Société Générale avaient estimé que l'échec de leur OPE sur Paribas était principalement dû à la présence des *hedge funds* arbitragistes au capital de la société cible<sup>758</sup>. Certains gérants de *hedge funds* arbitragistes reconnaissaient explicitement leur participation aux offres publiques dans la presse<sup>759</sup>. Récemment, cette même presse spécialisée faisait état des fortes pertes subies par des arbitragistes lors d'une opération<sup>760</sup>.

---

<sup>757</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, Offres Publiques d'Acquisition – Les mesures de défense anti-OPA, n°1231 in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, Lexis Nexis, Litec.

<sup>758</sup> Arbitragistes : les grands gagnants des fusions, Option Finance, n°561, 6 septembre 1999, p.4.

<sup>759</sup> Nathalie Brafman, Le financier surf sur le grand bluff, L'expansion, le 15 février 2001 : « *Il y avait beaucoup d'incertitudes sur la réalisation de cette opération. Nous avons parlé au management des deux groupes, fait travailler des avocats, passé des semaines à étudier le dossier. Finalement, nous avons parié que le deal se ferait. Nous avons acheté des actions Seagram et vendu à découvert des actions Vivendi. Nous aurions perdu beaucoup d'argent si l'opération ne s'était pas faite car l'action Vivendi aurait beaucoup monté. Le fait que le marché monte ou baisse n'avait aucune importance. Ce qui en avait, c'était que l'opération se fasse* ».

<sup>760</sup> Lors du rapprochement entre UPS et TNT, le fait que la commission européenne approfondisse son enquête en matière de concurrence a causé de grosses pertes financières pour les fonds arbitragistes qui avaient pris position sur l'opération : Alex Barker et Anousha Sakoui, Hedge funds face losses over UPS-TNT deal, The Financial Times, 18 novembre 2012. Les pertes ne tiennent d'ailleurs pas à un échec de l'opération mais à un risque accru. Cet article démontre de manière intéressante qu'il est extrêmement difficile de percevoir quelle position détienne exactement les hedge funds arbitragistes, les auteurs relèvent ainsi que « *Les trades des investisseurs ne sont pas rendus publics et il n'est donc pas possible de savoir quels fonds détiennent d'importantes positions ou peuvent faire face à de grandes pertes, bien que plusieurs hedge funds importants ont suivis de manière minutieuse la transaction* ». Il semblerait d'ailleurs que plusieurs *hedge funds* aient fait faillite suite à ce développement du fait de leur large exposition sur les deux titres.

295. La présence de ces investisseurs d'un genre nouveau est d'ailleurs attestée sur l'ensemble des places boursières<sup>761</sup> et il n'y a aucune raison que la place parisienne ne voit pas le phénomène se développer lors des opérations qui y sont menées. Ces constatations seront ainsi renforcées par les mêmes remarques outre-manche<sup>762</sup>. Un auteur anglais relève ainsi la présence importante de l'arbitrage sur le risque et son rôle déterminant dans les offres publiques d'acquisition outre-manche<sup>763</sup>. Ce constat est appuyé par la citation de deux articles de presse. Dans le premier<sup>764</sup>, le journaliste du *Financial Times* établit le constat du rôle de ces fonds dans les offres publiques. Dans le second<sup>765</sup>, le même journal fait mention de l'offre initiée sur *Marks and Spencer* dans laquelle de 0% à l'annonce de l'offre, les arbitragistes détenaient 20% du capital de la société cible à l'issue de cette dernière. Dans un autre exemple, également cité dans cet article, une offre avait été initiée sur Centerpulse. A l'annonce de l'offre, le capital était composé à hauteur de 24% par des actionnaires individuels et à 76% par des investisseurs institutionnels. A l'issue de la bataille, les arbitragistes détenaient 50% du capital de la société cible<sup>766</sup>... Il en est allé de même avec la retentissante offre de Kraft sur Cadbury. Le *Financial Times* estimait qu'à l'issue de l'offre les arbitragistes détenaient environ 25% du capital de Cadbury<sup>767</sup>. On peut estimer que cette offre a permis de mettre en avant le rôle joué par les arbitragistes dans les offres publiques en Europe. Le fait que l'offre sur un fleuron de l'industrie anglaise ait réussi grâce à des actionnaires qui ne prêtaient aucun intérêt à la stratégie à long-terme de la société a été source de polémique au Royaume-Uni et a donné lieu à un rapport parlementaire que nous aurons l'occasion d'étudier<sup>768</sup>. Il apparaît donc clairement que, tant en France que sur des places

---

<sup>761</sup> Encore récemment, lors de la tentative de rapprochement entre NYSE Euronext et Deutsche Börse les *hedge funds* arbitragistes ont joué un rôle de premier plan, notamment à Wall-Street : Telis Demos, NASDAQ and ICE try to woo arbitrage hedge funds, *The Financial Times*, 9 mai 2011.

<sup>762</sup> Il en va de même dans le monde entier, la pratique du merger arbitrage étant aussi particulièrement développée aux Etats-Unis : Hedge Funds, Tuckin In, A rise in deal activity gives succour to merger-arbitrage funds, *The Economist*, édition du 23 septembre 2010.

<sup>763</sup> D. Kershaw, *Company Law in context, Text and Materials*, Oxford University Press, 2010. Web Chapter A : The Market for corporate control, p.73. Ouvrage disponible sur internet: [http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199215942/resources/chapters/Web\\_Chapter\\_A.pdf](http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199215942/resources/chapters/Web_Chapter_A.pdf), lien consulté le 25 novembre 2012.

<sup>764</sup> *Ibid.* T. Tassell, The growing importance of arbitrage traders, *Financial Times*, 27 octobre 2006.

<sup>765</sup> *Ibid.* L. Saigol and J. Politi, Arbitrageurs line up for M&A tightrope, *Financial Times*, 24 septembre 2004: "A l'époque de la troisième et final offer potentielle de Monsieur Green pour M&S en Juillet, environ 20% des actions de la société de vente étaient détenues par des arbitragistes, alors qu'ils avaient commencé à environ zero...".

<sup>766</sup> "Avant que Centerplus ne deviennent l'objet de deux offers de Zimmer, la société d'orthopédie américaine, et ses rivales britanniques Smith & Nephew, 24% de son capital étaient détenus par des industriels et 76% par des investisseurs institutionnels. A la fin de la bataille, que Zimmer gagna, plus de 50% du capital était détenu par des arbitragistes".

<sup>767</sup> *Ibid.* Kraft Backed to success in Cadbury Offer', *Financial Times*, 11 novembre 2009.

<sup>768</sup> *Infra* n°326 et suivants.

boursières étrangères, les investisseurs pratiquant l'arbitrage sur le risque jouent un rôle important lors des offres publiques.

**296. Les données quantitatives.** La présence des actionnaires arbitragistes est aussi attestée par des études scientifiques en la matière. Relevons préalablement qu'il est difficile de chiffrer leur présence au capital avec précision pour deux raisons. En premier lieu, les arbitragistes ne déclarent pas systématiquement les seuils qu'ils seraient amenés à franchir<sup>769</sup>. Ensuite, ils ne seront généralement plus présents lors du règlement-livraison de l'offre publique, empêchant ainsi une photographie pertinente de leur participation au capital à ce moment. Cette dernière pourrait intervenir uniquement si la *record date* intervient à ce moment là. Enfin, ils n'auront généralement pas la même participation tout au long de la durée de l'offre. Des auteurs<sup>770</sup> ont effectué des recherches intéressantes en obtenant des données d'une agence de conseil en vote qui démontrent une forte présence de ce type d'actionnaires pratiquant l'arbitrage financier lors des offres publiques. Ces données, portant sur deux offres distinctes, prouvent un changement majeur dans la composition du capital de la société cible de l'offre. Dans le premier cas, trois mois après le début de l'offre, les fonds arbitragistes détenaient 14,4% du capital et des droits de vote de la société cible. Les auteurs relèvent que cette position avait été constituée par l'achat d'actions auprès d'investisseurs institutionnels. Dans le second cas étudié par ces auteurs, en trois jours, les arbitragistes détenaient 19.1% du capital de la société suite aux ventes des investisseurs institutionnels. Ils continuèrent ensuite à monter au capital et, à l'issue de l'offre, ils détenaient 50% du capital de la société cible. Relevons que les ordres de grandeur ici évoqués sont les mêmes que ceux évoqués par la presse spécialisée<sup>771</sup>.

**297.** Il apparaît clairement que les arbitragistes détiennent des participations extrêmement significatives au capital de la société cible. Les mêmes auteurs relèvent que les arbitragistes prennent position extrêmement rapidement au capital de la société cible. Ces travaux viennent confirmer les hypothèses émises dans d'autres travaux scientifiques précédents. Dans une autre étude<sup>772</sup>, les deux auteurs établissent aussi clairement la présence des arbitragistes dans les offres publiques. Ils remarquent un fort accroissement du volume de

---

<sup>769</sup> Entretien avec Hubert Segain, Avocat Associé, Herbert Smith LLP, 17 juillet 2012.

<sup>770</sup> Keith M. Moore, Gene C. Lai et Henry R. Oppenheimer, The behavior of risk arbitrageurs in Mergers and Acquisitions, *The Journal of Alternative Investments*, Summer 2006, p.20.

<sup>771</sup> Supra n°295.

<sup>772</sup> Francesca Cornelli et David D. Li, Risk arbitrage in takeovers, *The review of financial studies*, Vol.15 (Summer 2002), No. 3, p.837. Article disponible sur internet : <http://faculty.london.edu/fcornelli/rev7.pdf>, lien consulté le 25 novembre 2012.

transaction sur les titres de la société cible lié à l'entrée au capital de ces mêmes fonds<sup>773</sup>. Ces constatations, provenant à la fois de la pratique et de démarches scientifiques plus quantitatives permettent d'affirmer avec certitude que les investisseurs arbitragistes sont en mesure de constituer des positions extrêmement significatives au capital des sociétés cibles. Ces participations varieront de 15 à 50% en pratique.

#### b. La relation avec le succès de l'offre.

**298. L'effet sur le succès de l'offre.** On peut supposer que la présence des actionnaires arbitragistes lors des offres publiques vient vicier le mécanisme de l'offre. Le succès d'une offre aux actionnaires doit normalement dépendre des conditions proposées. Si ces dernières sont satisfaisantes, les actionnaires accepteront alors l'offre qui leur est proposées et apporteront leurs titres. Si au contraire le prix n'est pas assez élevé ou le rapprochement ne fait pas sens, les actionnaires refuseront l'offre. Les actionnaires activistes interviendront sur ces critères. Ils s'attacheront à combattre l'offre dans son intégralité, notamment sur des questions industrielles. Une offre pourra, en théorie, échouer si la société démontre qu'en gardant son indépendance elle sera mieux à même de fournir un rendement plus élevé à ses actionnaires. Une offre peut aussi échouer si les actionnaires estiment que les risques créés par l'opération seront trop importants et que cela peut causer de graves difficultés à la société dans le futur et ainsi réduire sa création de valeur. On raisonnera peut être principalement sur la création de valeur actionnariale mais avec une vision à moyen long-terme qui tranche radicalement avec la vision à court-terme véhiculée par l'arbitrage. On cherchera une croissance harmonieuse de cette valeur avec la société. Ces arguments seront particulièrement pertinents dans le cadre d'un échange de titres étant donné que les actionnaires resteront intéressés au succès futur de l'entreprise. Le principal problème avec l'arbitrage sur le risque de l'offre est que tout porte à penser que les investisseurs arbitragistes ne retiendront pas cette analyse. Au contraire, leurs intérêts seront par essence différents. Leur but est de réaliser un profit en réalisant un arbitrage sur l'écart de cours créé par l'offre après avoir analysé les risques d'échec de cette dernière. Toute leur stratégie tend vers la réalisation

---

<sup>773</sup> « *Après une offre publique, le volume de transaction augmente de manière significative principalement du fait de l'activité des arbitragistes* ». Les auteurs citent ainsi tout un ensemble d'études apportant cette preuve. Il s'agit notamment des études suivantes : Harvard Business School, Note on Hostile takeover bid defense strategies, n°9-282065 et Ivan Boesky, Merger Mania – Arbitrage : Wall Street's Best Kept Money-Making Secret.

de ce profit. Dès lors, ils ne tiendront logiquement aucunement compte des éléments qui pourraient être présentés aux marchés et qui porteraient sur les perspectives à moyen ou long terme de la société. Ils ne s'intéresseront qu'au risque d'échec de l'offre. Surtout, ils auront tout intérêt à ce que l'offre ou la surenchère réussisse. Contrairement aux actionnaires activistes, ils n'agiront pas de manière directe contre toute tentative de faire échouer l'offre. Cependant, ils adopteront une attitude passive mais ne prêteront pas de crédit à une quelconque mesure de défense et, surtout, s'ils détiennent des titres de la société en propre, ils ne voteront pas l'approbation de la mise en œuvre de telles mesures en assemblée. Ces fonds auront pour unique dessein la réussite de l'offre pour réaliser leurs profits. Il leur importera peu que la société exerce dans tel ou tel secteur d'activité et quel que soit l'impact du projet de rapprochement. Leur unique objectif sera de réaliser leur profit en fonction de leur analyse du risque sans tenir aucun compte de l'intérêt de l'émetteur et des autres actionnaires. Les arbitragistes ne vont prendre en compte les informations données par l'émetteur et les autres actionnaires qu'en fonction de leur influence sur le risque d'échec de l'offre. On peut supposer que le taux de succès des offres publiques dans lesquelles les arbitragistes sont impliqués soit plus élevé que la moyenne.

**299.** Il nous faut vérifier que cette hypothèse, soutenue par des praticiens, trouve une réalité pratique. On peut se demander si la présence des arbitragistes augmente les chances de succès de l'offre ? La doctrine économique tend à valider cette hypothèse en reconnaissant que les arbitragistes favorisent généralement la réussite de l'offre dans laquelle ils sont impliqués. Une étude démontre ainsi que les arbitragistes, du fait des larges quantités d'actions qu'ils achètent et de leurs comportements similaires, viennent jouer le rôle d'un actionnaire important de la société qui serait favorable à l'offre.<sup>774</sup> Une étude a même démontré que les offres publiques dans lesquelles les arbitragistes étaient impliqués avaient un taux de réussite plus important que les autres offres<sup>775</sup>. Cette étude étant confirmée par une autre apportant le même résultat<sup>776</sup>. L'argument<sup>777</sup> de Cornelli et de Li est d'expliquer que,

---

<sup>774</sup> Francesca Cornelli et David D. Li, Risk arbitrage in takeovers, *The review of financial studies*, Vol.15 (Summer 2002), No. 3, p.837. Article disponible sur internet : <http://faculty.london.edu/fcornelli/rev7.pdf>, lien consulté le 25 novembre 2012. Les auteurs renvoient ainsi à l'étude de Grinblatt et Titman, 1998, *Financial markets and corporate strategy*, Irwin-McGraw-Hill, New-York.

<sup>775</sup> Les auteurs précédents citent ainsi Larcker et Lys, 1987, An empirical analysis of the incentives to engage in costly information acquisition: the case of risk arbitrage, *Journal of Financial Economics*, 18, p.111.

<sup>776</sup> Voir notamment: Hsieh and Walkling, 2005, Determinants and implications of arbitrage holdings in acquisitions, *Journal of Financial Economics*, n°77, p.605.

<sup>777</sup> Dung V. Nguyen, The roles of Arbitrageurs – UK evidence,, Août 2009 (étude disponible sur internet: [http://depcenwp.org/upload/pubs/VEAM/04THE%20ROLES%20OF%20ARBITRAGEURS\\_DEPCENWP.pdf](http://depcenwp.org/upload/pubs/VEAM/04THE%20ROLES%20OF%20ARBITRAGEURS_DEPCENWP.pdf), lien consulté le 15 novembre 2012).

suite à l'annonce de l'offre, les fonds arbitragistes vont accumuler une position et avoir la même stratégie, ce qui en fait un bloc important agissant de la même manière. Le fait qu'ils interviennent uniquement dans le but de réaliser un profit donne ce bloc acquis à l'initiateur de l'offre et facilite ainsi la prise de contrôle de la société. Nguyen démontre qu'il est possible pour l'initiateur, en fonction des particularités du marché sur lequel on se trouve, de construire son offre dans le but de séduire les arbitragistes et de s'assurer ainsi le contrôle de la société<sup>778</sup>. L'ensemble de ces études démontrent que les actionnaires arbitragistes effectuent des recherches généralement plus poussées que celles des autres investisseurs et vont prendre position au capital de la société cible en fonction de leurs analyses. La conclusion est donc que les investisseurs arbitragistes vont prendre une participation au capital de sociétés cibles dans lesquelles ils ont estimé que les risques étaient faibles et que l'offre avait de grandes chances de réussir. Une fois que les investisseurs pratiquant l'arbitrage sur le risque auront pris position au capital, le risque d'échec de l'offre apparaît quasi nul étant donné qu'une partie importante de ce même capital sera détenu par des investisseurs qui seront par essence favorables à la réussite de l'offre. Il apparaît donc clairement que les fonds activistes vont avoir un effet sur l'issue de l'offre publique.

**300. Le caractère déterminant de l'arbitrage dans le résultat de l'offre et ses conséquences.** La place des investisseurs arbitragistes dans les offres publiques est à la fois discrète et déterminante<sup>779</sup>. Ce caractère déterminant est démontré par la doctrine juridique américaine sur ce sujet<sup>780</sup>. Le but unique de la constitution d'une participation par des arbitragistes étant de réaliser un profit avec ces mêmes actions, le risque qu'ils s'opposent à l'offre est nul. Ce risque est même totalement neutralisé si le fonds recourt aux ventes à découvert. Dans ce cas, le fonds sera engagé de manière extrêmement importante et l'échec de son anticipation conduira à des pertes extrêmement conséquentes pouvant entraîner la faillite du fonds. Dès lors, l'actionnaire arbitragiste pourra subir un conflit d'intérêt entre son intérêt financier immédiat et l'intérêt de la société si il est confronté à une offre qui n'est pas pertinente. Du fait des ventes à découvert, les actionnaires arbitragistes se lient les mains pendant l'offre.

---

<sup>778</sup> Dung V. Nguyen, *Ibid.*

<sup>779</sup> "Les arbitragistes, souvent vu comme "vague shadows with European backgrounds", influent silencieusement dans la plupart des offres publiques, et dans beaucoup de cas décident de leur issue", Jeffrey Stephen Turner, Should tender offer arbitrage be regulated?, *Duke L. J.*, 1978, 1000.

<sup>780</sup> Jeffrey, Stephen Turner, *Ibid.*

**301.** Leur participation sera parfois tellement importante dans le capital de la société cible que ces deux facteurs combinés conduiront à totalement neutraliser le risque d'échec de l'offre<sup>781</sup>. La neutralisation de ce risque conduit le même auteur à parler d'offre à la réussite « artificielle », elle ne réussirait pas du fait de la décision des actionnaires mais de son existence même, cette existence créant la possibilité d'arbitrage, cette possibilité d'arbitrage conduisant les arbitragistes à favoriser le succès de l'offre<sup>782</sup>. Ce même auteur estime d'ailleurs que l'absence de fonctionnement correct du mécanisme d'offre vient causer des dommages à l'économie en générale. Ce seront ainsi les arbitragistes qui détermineront l'issue de l'offre du fait de leur participation significative au capital. A notre sens, le fait qu'ils partagent tous la même stratégie et la même analyse en font les acteurs principaux des offres publiques, en l'absence d'un actionnaire ayant la même participation au capital. C'est en cela qu'ils seront déterminants. Une fois qu'ils seront rentrés au capital de la société cible et auront constitué une participation importante l'issue de l'offre paraît acquise. Les autres actionnaires n'adopteront quasiment jamais une politique commune pouvant aller à l'encontre de ce bloc du capital. Il sera d'abord extrêmement rare que les autres acteurs partagent tous la même stratégie, ainsi les OPCVM pourront très bien chercher à réaliser un arbitrage alors que d'autres seront plus intéressés par les perspectives d'une plus value avec la compagnie sur le long terme. Il en va de même des actionnaires minoritaires. Seul un actionnaire institutionnel puissant pourrait venir contrer les arbitragistes mais il est probable que ces derniers ne rentrent pas au capital de la société cible s'ils savent qu'ils pourraient avoir à affronter une telle opposition. La combinaison des deux facteurs précédemment évoqués en fera donc les acteurs déterminants de l'offre.

**302.** La présence des fonds arbitragistes au capital neutralisera tout rejet de l'offre par les actionnaires de la société cible. Il ne faut cependant pas en conclure que les offres publiques sont toutes condamnées à réussir dès qu'elles seront annoncées du fait de l'intervention de ces arbitragistes, et particulièrement des *hedge funds*. En premier lieu, l'intervention d'un actionnaire activiste s'opposant à l'offre pourra amener cette dernière à échouer et même à ne pas être lancée comme ce fût le cas avec Deutsche Börse<sup>783</sup>. Ensuite,

---

<sup>781</sup> « Le seul but des arbitragistes dans la constitution d'une participation dans la société cible et de réaliser un profit à l'occasion de l'offre. Du fait des actions en sa possession, il n'y a aucun risque que les arbitragistes n'apportent pas ses titres à l'offre. (...) A un certain point, les arbitragistes peuvent acquérir une telle part d'actions sur le marché que le risque d'échec de l'offre est virtuellement nul, (...) ».

<sup>782</sup> « Il est possible de dire que dans beaucoup de cas une telle offre n'a probablement pas réussi sur ses termes propres et peut être regardé comme artificiellement facilité par l'arbitrage. De telles offres influencent peuvent produire des effets désastreux sur l'économie ».

<sup>783</sup> Supra n°111 et suivants.

l'intervention d'une autorité tierce à l'offre pourra venir faire échouer cette dernière et ce quelle que soit la part du capital détenue par des fonds arbitragistes. Ce pourra être notamment le cas avec l'intervention des autorités de la concurrence ouvrant une enquête approfondie<sup>784</sup> ou s'opposant purement et simplement à l'offre. Enfin, la présence des arbitragistes pourra n'avoir aucune influence si la société est dispensée de demander l'avis des actionnaires pour mettre en œuvre une mesure de défense anti-OPA, cela paraissant cependant extrêmement rare<sup>785</sup>.

**303.** Les investisseurs arbitragistes sont ainsi amenés à jouer un rôle essentiel dans le cadre des offres publiques. Leur recherche d'un arbitrage sur le *spread* créé par l'offre et leur focalisation sur cet arbitrage les conduisent cependant à ne pas prendre en compte l'ensemble des éléments pouvant conduire à un choix éclairé lors d'une offre publique.

**304. Conclusion du Chapitre.** L'arbitrage financier constitue un comportement, que peut adopter tout actionnaire, et qui apparaît comme étant a priori conforme à la législation en matière d'offre publique à l'heure actuelle. Cette dernière est le fruit d'une longue évolution historique qui a débuté avec les premières offres publiques d'achat et est en permanence à la recherche d'un compromis entre deux approches différentes. L'une souhaite protéger les entreprises contre une prise de contrôle hostile, l'autre souhaite au contraire faciliter ces prises de contrôle non sollicitées ou en tout cas éviter de les rendre trop difficiles. Avec l'adoption de la directive européenne, le législateur a effectué un choix en faveur d'un actionnaire juge de l'offre publique. Ce choix n'est cependant pas parfaitement clair mais l'actionnaire a désormais une place prépondérante au sein du mécanisme d'offre publique. L'arbitrage financier est une pratique a priori conforme à la vision du droit des offres publiques développée par le législateur. L'actionnaire, défini comme propriétaire d'une action de la société, sera le seul légitime à se prononcer sur l'avenir de cette dernière. L'actionnaire arbitragiste étant actionnaire par la détention d'une action sera alors tout aussi légitime que n'importe quel autre actionnaire à se prononcer sur l'avenir de la société. Il bénéficie de prime abord d'une grande légitimité. Il bénéficie en outre d'une grande protection de la législation. Les principes généraux des offres publiques, visant à réglementer ces dernières, ne visent tout d'abord pas les actionnaires mais uniquement les parties à l'offre. Les contraintes sont donc initialement faibles. Surtout, ces principes viennent faciliter la tâche des arbitragistes étant

---

<sup>784</sup> Alex Barker et Anousha Sakoui, Hedge funds face losses over UPS-TNT deal, The Financial Times, 18 novembre 2012.

<sup>785</sup> Infra n°682 et suivants.

donné qu'ils vont chercher à protéger les actionnaires pendant les offres publiques et empêcher les conseils d'administration des sociétés à prendre des mesures pouvant neutraliser ou perturber l'action des arbitragistes pendant les offres publiques. La définition de l'actionnaire vient donc fortement faciliter la tâche des actionnaires adoptant l'arbitrage financier comme pratique.

**305.** Cette place centrale conférée à l'actionnaire apparaît comme pouvant être remise en cause par l'étude des résultats économiques et financiers. Alors que les actionnaires adoptant des stratégies activistes dégagent un bilan positif, il en va différemment pour ceux adoptant des comportements d'arbitrage financier. Le comportement activiste permet généralement la création de valeur pour l'ensemble des actionnaires en favorisant l'offre la plus à même d'en créer. Il s'articule parfaitement avec la vision d'un actionnaire pleinement engagé dans la vie de la société et cherchant à influencer le destin de cette dernière. En ce qui concerne l'arbitrage financier, il s'agit clairement d'un succès financier pour les actionnaires le pratiquant mais il faut être plus nuancé pour savoir si cela vient réellement créer de la valeur pour le reste des actionnaires. Il semble difficile de tirer une conclusion générale. A l'inverse, il apparaît clairement qu'il s'agit d'un phénomène important, de premier ordre, qui change radicalement les offres publiques. Du fait de leur présence massive au capital des sociétés ces actionnaires viennent clairement faciliter le succès des offres dans lesquelles ils sont présents. On peut même estimer que ces dernières offres viennent à réussir de manière automatique du fait de leur présence. Ce constat est problématique étant donné que ces actionnaires ne porteront pas grande attention aux fondamentaux de la société et aux raisons de l'offre.

## **Chapitre 2. Un comportement dérogeant à l'esprit du texte**

**306.** L'arbitrage financier bénéficie d'une forte légitimité du fait de la qualité d'actionnaire des investisseurs qui le pratiquent. Ils jouent un rôle absolument déterminant dans les offres publiques à l'heure actuelle. Même si cette stratégie est ancienne il s'agit néanmoins d'un phénomène pour le moins totalement nouveau dans les offres publiques. Il vient bouleverser le modèle sur lequel la législation est instaurée, celui d'un actionnaire prenant en compte une pluralité de critères avant de se prononcer. Cet actionnaire agit avec une vision de moyen long-terme quant à la société et se fonde sur une création de valeur que l'on pourrait qualifier de soutenable. Dès lors, l'apparition d'un comportement comme l'arbitrage est une nouveauté venant remettre en cause l'équilibre qui avait été instauré dans la réglementation sur les offres publiques. Ce comportement, et son influence sur la destinée de l'offre, vient remettre en cause la vision de long-terme que les actionnaires devraient avoir vis-à-vis de la société dans laquelle ils investissent. C'est probablement cette vision de court-terme, et le manque d'intérêt pour la société qui en est son corolaire, qui sera le principal bouleversement du droit des offres publiques induit par ce phénomène. Ce bouleversement n'est pas que théorique et a été acté dans la pratique à travers deux offres publiques de grandes envergures, ayant donné lieu à des batailles boursières enflammées. Ce phénomène, outre la remise en cause du court terme, vient poser de nouvelles problématiques et vient profondément remettre en cause le fonctionnement des offres publiques étant donné qu'il repose sur la théorie du marché efficient qui peut être remise en cause. Surtout, on s'aperçoit que le mode de décision repose sur une utilisation importante des mathématiques financières qui ne peuvent prendre en compte que certains critères reposant dans la valorisation du prix de l'action (§1). Cette place prépondérante de l'arbitrage financier et l'émergence du court-terme apparaissent contraire aux fondements de la législation des offres publiques. En édictant cette législation, le législateur, tant national, qu'euro-péen, avait une vision d'un certain type d'actionnaire en tête. Cette vision de l'actionnaire se traduit à travers la réglementation sur l'information dans les offres publiques qui traduit la vision d'un actionnaire qui ne tient pas compte du seul prix de l'offre. L'arbitrage financier ne correspond pas à la vision de l'actionnaire défendue par le législateur et la jurisprudence qui est celle d'un actionnaire de long-terme (§2).

## **§1. Un phénomène nouveau dans les offres publiques**

**307.** L'arbitrage financier par des investisseurs uniquement centrés sur le risque d'échec de l'opération représente une question nouvelle dans les offres publiques d'acquisition. Ces actionnaires adoptent une stratégie qui n'était pas forcément à l'œuvre avant l'échec de l'offre de la Société Générale sur Paribas<sup>786</sup> et changent significativement l'horizon de décision des actionnaires. Ce phénomène vient changer le mécanisme normal des offres publiques en faisant triompher les stratégies de court-terme, au détriment d'approches prenant plus en compte les intérêts à long-terme de la société. Il vient bouleverser en profondeur le modèle sur lequel est fondé la réglementation (A). Ces comportements posent de nombreux problèmes intrinsèquement liés à ces stratégies qui reposent sur une vision probablement dépassée d'un marché efficient en période d'offre publique (B).

### **A. Un phénomène bouleversant le mécanisme des offres publiques : le triomphe du court-terme.**

**308.** Les stratégies arbitragistes sont fondées sur des approches de court-terme de la société cible de l'offre. Cela pose doublement problème étant donné que les marchés financiers sont fondés sur une vision de long-terme, tout comme la vision de l'actionnaire dans la société. Surtout le court-termisme s'accommode mal avec ce que l'on peut légitimement attendre d'un actionnaire (1). Ce court-termisme s'est illustré dans différentes offres publiques de première importance, ce qui a entraîné une réaction de la part de certains pouvoirs publics et au niveau européen (2).

---

<sup>786</sup> Arbitragistes : les grands gagnants des fusions, Option Finance, 6 septembre 1999, n°561, p.4

## **1. La remise en cause du long-terme par les arbitragistes.**

**309.** L'arbitrage financier est critiquable étant donné qu'il se retrouve en opposition avec le long-terme qui est le fondement du fonctionnement des marchés financiers (a). Il pose cependant une problématique fondamentale qui est celle de la place des stratégies de court-terme dans les offres publiques (b).

### **a. Les marchés financiers et le long-terme.**

**310. Une nécessité économique.** L'existence des marchés financiers, qu'ils soient de capitaux ou de dettes, tient à la nécessité qu'ont les acteurs économiques (mais aussi les Etats et les institutions économiques) de se financer pour assurer leur développement. Ils sont intrinsèquement orientés vers le long-terme. Le financement doit permettre à la société de développer des projets d'investissement dans le futur. Le marché financier vise à faciliter ce financement en augmentant la liquidité des titres et, ce faisant, le nombre d'investisseurs susceptibles de participer à l'entreprise économique portée par la société. Il n'induit pas par lui-même un raccourcissement de la durée d'investissement. Il permet certes à l'actionnaire de la société cotée de céder ses titres plus facilement et donc de réaliser des investissements plus limités dans le temps. Il s'agit cependant d'une possibilité et il nous semble que le développement des marchés financiers n'implique pas nécessairement un raccourcissement de la durée des investissements<sup>787</sup>. Les besoins de financement des entreprises restent toujours orientés sur le long-terme. Dès lors, le fait qu'une société ait ses titres admis à la négociation sur un marché réglementé n'implique pas nécessairement que l'investissement soit d'une durée plus courte. Les marchés financiers servent donc à financer le développement des sociétés sur le long-terme à travers les projets industriels que celles-ci proposent. En théorie, l'actionnaire doit donc apporter des fonds et rester au capital de la société pour suivre l'évolution de ces projets.

**311.** Cette nécessité économique rentre en parfaite adéquation avec la vision de l'actionnaire telle que développée par la législation. Le législateur envisage généralement un

---

<sup>787</sup> The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term decision making, Final report, Juillet 2012., 2.2: "*Les actionnaires qui détiennent des actions dans plusieurs sociétés vont nécessairement être moins familiers avec les activités et performance de chaque société dans leur portefeuille*".

actionnaire comme étant un investisseur de long-terme participant à l'aventure économique de la société. Nous le verrons, cela est particulièrement le cas dans le cadre des offres publiques d'acquisition<sup>788</sup>. Il en va de même en période normale, les marchés actions semblent formatés pour l'investissement de long-terme et peu à l'aise à appréhender des actionnaires de court-terme, voir de très court-terme<sup>789</sup>. Cette vision d'un actionnaire sur le long-terme est renforcée par les obligations d'information pesant sur les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Ces dernières sont tenues de fournir une information complète à leurs actionnaires pour que ces investisseurs puissent parfaitement appréhender le développement futur de la société<sup>790</sup>. Les marchés financiers sont donc axés sur le long-terme tout comme les sociétés. Relevons que c'est cette évolution vers un court-termisme accru qui suscite de nombreuses inquiétudes, notamment au Royaume-Uni<sup>791</sup>. Il s'agit donc d'une évolution liée à la pratique mais qui n'apparaît pas naturelle par rapport à l'essence même des marchés financiers et leur fonction économique.

**312. Un droit visant à encadrer le financement de long-terme.** Le fondement de la législation portant sur les marchés financiers tient à permettre aux investisseurs à investir en pleine confiance sur les marchés financiers<sup>792</sup>. Ce droit, qui est une émanation du droit classique et non un droit autonome<sup>793</sup>, vise à créer un contexte favorable aux investissements dans les sociétés en actions. Ce droit, dans son ensemble, vise à permettre le financement des entreprises en assurant le bon fonctionnement des marchés financiers. Ce bon fonctionnement nécessite une confiance des investisseurs dans les marchés financiers pour que ces derniers soient assurés de ne pas courir des risques démesurés. Il nécessite aussi une législation venant encadrer l'ensemble de son fonctionnement (comme les règles de livraison des titres) et de ses acteurs. Une mauvaise législation ne protégeant pas assez les actionnaires, empêche clairement le développement des marchés financiers et donc le financement d'une partie de l'économie. La législation apparaît comme étant au service du financement de l'économie sur

---

<sup>788</sup> Infra n°379 et suivants.

<sup>789</sup> Edouard Pfimlin, Trading algorithmique : mobilization contre « la menace » des ordinateurs boursiers, *Le Monde*, 20 mai 2013

<sup>790</sup> Cela se traduit par l'ensemble des dispositions visant l'information financière, qu'elle soit périodique (Article 222-1 et suivant RGAMF) ou permanente (Article 223-1 du RGAMF).

<sup>791</sup> C'est cette inquiétude qui est à l'origine du Kay Review. Le gouvernement Britannique avait demandé au Professeur Kay de se pencher sur cette question de peur d'un trop grand développement du court-termisme.

<sup>792</sup> C'est notamment dans le cadre des missions de l'AMF, Article L.621-1 C. Mon. Fin.

<sup>793</sup> La question de l'autonomie du droit des offres publiques notamment s'est posée en doctrine mais a été conclue par la négative. Hubert de Vauplane, *Droit des offres publiques : le cadre réglementaire et institutionnel*, in *Les offres publiques d'achat*, *Droit 360°*, Lexis Nexis Litec, n°1.

le long-terme. En permettant le bon fonctionnement des marchés, la législation permet le financement à long-terme de l'économie.

**313.** Le long-terme est l'un des éléments essentiels des marchés financiers et s'adapte parfaitement aux besoins de sociétés. Cette notion prend toute son ampleur dans le cadre des offres publiques d'achat ou d'échange. A ce moment bien particulier de la vie sociale de la société la vision de long-terme implique plusieurs éléments. Ce genre d'opération vient impacter la stratégie économique de la société étant donné que généralement, l'initiateur de l'offre souhaite modifier cette dernière. Il en va de même pour le conseil d'administration qui est remplacée par un nouveau, nommé par l'initiateur. Ceci peut impacter son existence même, un actionnaire financier pouvant souhaiter démanteler la société suite à son rachat. Les offres publiques s'accompagnent aussi souvent de restructurations sociales et parfois d'ajustement du périmètre industriel tel que demandé par les autorités de concurrence. Une offre publique pose donc clairement des questions de visions à long-terme pour un actionnaire qui apparaissent en contradiction avec le simple arbitrage sur un écart de cours.

#### b. La problématique du court-termisme.

**314. Le problème du court-termisme.** Nous avons vu que la pratique des actionnaires arbitragistes était pleinement compatible avec la place de l'actionnaire dans les offres publiques. Cette problématique du court-termisme apparaît cependant être différente. Il s'agit de s'intéresser à la période de temps pendant laquelle l'actionnaire va détenir l'action de la société. Pour les actionnaires arbitragistes cette détention se fera sur le court-terme. Ces investisseurs n'auront aucun intérêt à acheter des titres avant que le l'écart de cours de l'offre ne se soit créé. Ils rentreront à l'annonce de l'offre, ou juste avant, et n'attendront pas le règlement livraison pour revendre leurs titres. Leur présence au maximum sera donc généralement similaire à la durée de l'offre. La durée de détention sera certes toujours plus longue que celle des automates utilisés pour le *trading* à haute fréquence mais elle se comptera au mieux en semaine et exceptionnellement en mois. Cherchons déjà à définir ce que l'on peut entendre par court-terme. Le dictionnaire<sup>794</sup> nous apprend que le court terme indique que l'on se positionne « *dans la perspective d'une échéance rapprochée* ». Il s'agit donc principalement d'un positionnement temporel.

---

<sup>794</sup> Définition issue du dictionnaire le Petit Larousse.

**315.** Cette période de temps va traduire plusieurs choses. Nous estimons que l'importance de l'intérêt porté à la nature et la stratégie de la société dépend fondamentalement de l'horizon d'investissement de l'actionnaire. Un actionnaire détenant les titres pendant une période de temps limitée ne prêtera que peu d'intérêt pour la stratégie de la société sur le long-terme. Il n'aura même aucun intérêt à prêter attention à ces enjeux étant donné qu'il ne sera plus propriétaire des titres à cet horizon. A l'inverse, un actionnaire présent depuis longtemps au capital de la société sera généralement plus sensible à la stratégie suivie par cette dernière<sup>795</sup>. A l'inverse d'un actionnaire avec un horizon d'investissement limité, cet actionnaire sera directement impacté par ces décisions stratégiques de la société. Relevons à cet égard que les plans stratégiques présentés par les directions générales des sociétés cotées se déroulent généralement sur plusieurs années. De manière plus générale, les stratégies commerciales et financières des sociétés seront forcément à long-terme. Dès lors, il apparaît extrêmement délicat pour un investisseur qui ne partage pas un tel horizon d'investissement, au moins en partie, de s'intéresser au futur de la société. Le cœur du problème des stratégies actionnariales de court terme menées par des actionnaires arbitragistes tient donc dans cette incapacité structurelle qu'auront ces investisseurs à prendre en compte le futur de l'entreprise.

**316.** Ce problème est accru en période d'offre publique. L'émetteur sera alors à un tournant et le choix s'effectuera, en principe, entre deux projets industriels ou deux stratégies financières. Généralement, un acteur du même secteur proposera aux actionnaires de la société cible une fusion autour d'un projet industriel<sup>796</sup>. Il apparaît donc comme extrêmement problématique que les arbitragistes, dont nous avons démontré qu'ils joueront un rôle prépondérant dans la réussite ou l'échec de l'offre<sup>797</sup>, ne prennent en compte que la plus-value qu'ils peuvent réaliser sur l'écart de cours créé par l'offre. Les conséquences ne sont pas négligeables. Sur le plan macroéconomique, on peut douter du bénéfice tiré de ces interventions. Il ne semble pas qu'il soit dans l'intérêt général que les sociétés puissent changer de main sans que soit pris en compte leur état et leur projet stratégique. Dans les cas les plus extrêmes, cette quasi systématisme de la réussite de l'offre créée par l'intervention des arbitragistes pourrait même devenir choquante. Nous verrons les polémiques suscitées par

---

<sup>795</sup> Encore faut-il qu'il détienne une participation importante. Un actionnaire ultra minoritaire ne portera généralement que peu d'attention à la stratégie et à l'information fournie par la société.

<sup>796</sup> Ceci c'est vu dans la plupart des offres publiques qui ont marqué la Place de Paris ces dernières années : l'offre de Mittal sur Arcelor, la fusion entre GDF et Suez, les offres de BNP et de la Société Générale sur Paribas ou encore celle de Total Final sur Elf.

<sup>797</sup> Supra n°293 et suivants.

l'action de ces fonds dans la réussite de l'offre de Kraft sur le fleuron de l'industrie Britannique qu'était Cadbury<sup>798</sup>. Il s'agissait cependant de deux acteurs industriels. Ainsi, si nous reprenons une opération emblématique aux Etats-Unis, le rachat de RJR Nabisco par KKR<sup>799</sup>, dans laquelle un fonds de *private equity* a racheté une entreprise de tabac sans réel projet industriel (sinon celui d'empêcher le propre LBO des dirigeants), si une offre similaire venait à réussir uniquement grâce à l'action des arbitragistes on pourrait très certainement considérer cela comme étant un réel problème. Les actionnaires prenant le soin d'étudier les deux offres et de comparer les deux projets industriels proposés ne seront pas forcément à même de faire entendre leurs voix lors de la période d'offre. Enfin, relevons que l'ensemble de la doctrine anglo-saxonne est fondée autour de la notion du *market for corporate control*<sup>800</sup>. Cette théorie veut que les investisseurs acceptent les offres visant des sociétés qui ne sont pas correctement dirigées. Devant cette menace de se voir remplacer, les dirigeants géreront alors au mieux la société. Le mécanisme pourrait cependant être vicié si la réussite de l'offre devenait mécanique. Le problème du court-termisme est ainsi de venir imposer le choix des *hedge funds*, choix qui ne sera guidé que par la réalisation d'une plus-value.

**317.** Cette problématique ne peut pas être limitée aux aspects concernant la société cible de l'offre. L'initiateur peut voir ses projets contrariés par les arbitragistes. Il apparaît, dans la pratique, que les actionnaires pratiquant l'arbitrage financier peuvent venir très sérieusement compliquer une offre publique d'échange<sup>801</sup>. Cette opération, consistant à apporter des titres, nécessite une augmentation de capital de l'initiateur pour que les nouveaux titres soient apportés en contrepartie. Les actionnaires arbitragistes peuvent cependant avoir intérêt à ce que cette opération ne se réalise pas pour éviter d'influencer sur la valorisation de la société. Ils feront alors privilégier leur intérêt financier à court-terme sur l'intérêt à long-terme de la société. Ce comportement pose un grand problème en pratique. Les industriels préféreront souvent recourir à une offre publique d'échange, plus économique et facilitant le rapprochement. Devoir diminuer la part de titres, ou même renoncer à une telle offre, pose de graves problèmes et peut être de nature à dissuader l'initiateur de lancer l'opération. Les arbitragistes peuvent alors empêcher des rapprochements faisant sens industriellement car ils privilégient leurs intérêts financiers à court-terme.

---

<sup>798</sup> Infra n°321.

<sup>799</sup> Bryan Burrough and John Elyar (1989), *Barbarians at the gates: The Fall of RJR Nabisco*, Harper & Row.

<sup>800</sup> H.G Manne, *Mergers and the market for corporate control* (1965), 73 *Journal of Political Economy* 110.

<sup>801</sup> Entretien avec Alexis Marraud des Grottes, Docteur en droit, Avocat Associé, Orrick Rambaud Martel, le 15 mai 2013.

### **318. Une question distincte de la place de l'actionnaire dans les offres publiques.**

La question du court-termisme doit être distinguée de celle de la place de l'actionnaire dans les offres publiques, et ce sous plusieurs aspects. En premier lieu, il s'agit d'une question de stratégie financière. Elle ne trouvera aucune définition, ou même mention, dans la loi<sup>802</sup>. Un autre point découle de ces constatations et marque une différence claire. Le court-termisme est bien une notion économique, ou financière, décollée de toute notion de droit. Il s'agit d'une réalité économique et financière. Il en découle que le juge ne pourra pas en faire une quelconque application, contrairement à l'affirmation de la place centrale de l'actionnaire dans l'offre publique. De la même manière, aucune définition claire de ce phénomène n'est à attendre du juge.

**319.** Relevons qu'à notre sens cela démontre une particularité du droit des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Ces sociétés sont soumises aux évolutions et innovations du monde financier. Elles vont ainsi être confrontées à des phénomènes qui ne trouvent aucune traduction juridique mais vont avoir un effet juridique certain. La réaction du marché, ou les pratiques mises en œuvre par ce dernier, vont parfois se traduire par des évolutions de la pratique des sociétés sans que le droit des sociétés n'ait évolué en fonction. Pour illustrer cela nous pourrions prendre pour exemple l'émergence de l'administrateur référent. Il s'agit d'un administrateur de la société, nommé conformément au droit commun des sociétés, mais qui aura une fonction supplémentaire à celle de son mandat d'administrateur. Il devra effectuer le lien avec les actionnaires de la société et sera ainsi particulièrement chargé d'établir un dialogue permanent entre les actionnaires et les administrateurs<sup>803</sup>. Les sociétés cotées sont donc confrontées à des évolutions du marché, découlant de structures ou concepts juridiques existants déjà, comme la notion d'intérêt social ou l'organe du conseil d'administration, mais venant bouleverser ou faire évoluer ces notions. Il nous semble que les sociétés cotées, en période d'offre publique, sont ainsi confrontées à un nouveau phénomène qu'elles doivent apprendre à gérer et à appréhender étant donné que la réaction du marché semble plus importante que la réglementation encadrant les offres publiques.

---

<sup>802</sup> Il en va de même pour la notion d'intérêt social qui découle en effet de l'article 1833 du Code civil : « *Toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés* » ; il y est aussi fait mention aux articles L.221-4, L.241-3 et L.242-6 C. com.. Philippe Merle, Droit commercial, Sociétés commerciales, 12<sup>ème</sup> édition, Précis Dalloz, n°52-1.

<sup>803</sup> Institut Français des Administrateurs, Commission juridique, Note de synthèse sur les conflits d'intérêts, Novembre 2010.

## 2. La prise de conscience du phénomène.

**320.** La prise de conscience du rôle joué par les actionnaires arbitragistes eut pleinement lieu au Royaume-Uni à l'occasion de l'offre de *Kraft* sur *Cadbury*, et dans une moindre mesure en France avec l'offre de Mittal Steel sur Arcelor (a). Cette évolution majeure des comportements et son influence sur le résultat d'offres publiques conduisit à l'émergence de nouvelles réflexions et problématiques, notamment au niveau européen (b).

### a. Les exemples : l'offre de Kraft sur Cadbury et l'offre de Mittal Steel sur Arcelor.

**321. L'offre de Kraft sur Cadbury et le rôle des actionnaires arbitragistes<sup>804</sup>.** Avant de nous pencher sur la question de l'intervention des actionnaires arbitragistes, et particulièrement des *hedge funds*, dans cette offre, il nous faut relater son déroulé<sup>805</sup>. Le 7 septembre 2009, l'entreprise d'agroalimentaire américaine Kraft Foods approcha le management de Cadbury en vue d'un rapprochement, évaluant l'entreprise à 10.2 milliards de livres. Ce dernier rejeta la proposition en estimant que cette proposition « *sous-valorisait de manière significative* » la société et qu'elle était « *sans aucun attrait* », alors que les analystes financiers approuvaient la stratégie industrielle sous-jacente à cette offre<sup>806</sup>. Suite à l'annonce d'une offre potentielle, l'action de Cadbury gagna 40% le lundi suivant, alors que Kraft proposait une offre avec une prime de 31% par rapport au cours de bourse du vendredi. Cela traduisait clairement que le marché estimait l'offre comme étant sous-évaluée et anticipait une surenchère. Ensuite, Cadbury demanda au *Takeover Panel* de mettre en place une *put up or shut up deadline*<sup>807</sup> forçant l'initiateur potentiel à clarifier ses intentions sauf à devoir renoncer à toute offre sur la société pendant une certaine durée<sup>808</sup>. Par la suite, cette dernière fût fixée au 9 novembre. A cette date, Kraft, contraint et forcé, lança son offre et le conseil d'administration de Cadbury répliqua en la qualifiant de « *dérisoire* » et en la rejetant. Il releva au même moment son objectif de résultat et en mit en garde ses actionnaires sur les

---

<sup>804</sup> The Guardian, Timeline: Cadbury's fight against Kraft, Mardi 19 janvier 2010.

<sup>805</sup> Ce paragraphe est tiré d'un travail d'analyse effectué par l'auteur de cette thèse dans le cadre d'un travail de recherche entre le Master 2 Juriste d'Affaires de l'Université Paris-Descartes et le cabinet Bredin Prat. Le travail n'a pas été publié à ce jour.

<sup>806</sup> The Economist, Hovering Kraft, 7 Septembre 2009.

<sup>807</sup> Rule 2.6 on the Takeover Code on Timing Following A Possible Offer Announcement.

<sup>808</sup> Infra n°397.

risques qu'une telle opération ferait peser sur sa culture d'entreprise. L'ensemble des commentateurs s'accordèrent à dire que l'offre était dès lors hostile et que des chevaliers blancs pourraient potentiellement venir soutenir la société Britannique. L'ensemble des analystes insistaient aussi sur la nécessité de relever l'offre<sup>809</sup>. Cette question de la culture de l'entreprise de l'entreprise britannique, ainsi que celle des fermetures d'usines, seront au cœur d'un grand débat outre-manche, une partie de l'opinion publique ne souhaitant pas qu'un tel symbole de l'industrie britannique passe sous contrôle étranger<sup>810</sup>. Ainsi, la Royal Bank of Scotland fût fortement critiquée pour avoir financé l'opération de Kraft alors qu'elle était détenue par le gouvernement Britannique suite à son sauvetage lié à la crise des *subprimes*. Le 14 décembre, Cadbury lança sa défense en relevant ses prévisions de résultat et promettant à ses actionnaires un dividende plus important. Après avoir tenté d'approcher plusieurs chevaliers blancs, Cadbury tenta une dernière fois de convaincre ses actionnaires. Finalement, le 18 janvier, devant l'impossibilité de contrer l'offre, et sous la pression des *hedge funds* arbitragistes<sup>811</sup>, les dirigeants de Cadbury recommanderont l'offre de Kraft valorisant la société à 11,9 millions de Livres (soit 19,5 millions de dollars). Cette offre a fait l'objet d'un large débat en Angleterre, notamment du fait des conséquences sociales induites par le rachat de Cadbury et la perte d'un fleuron national. La prise de position commune du gouvernement travailliste de l'époque et des syndicats de la société cible n'ont pu permettre à Cadbury de rester indépendant. Comme le relevait *The Economist*, cette offre ouvrit un grand débat en Grande-Bretagne, principalement sur le rachat de fleurons britanniques par des groupes étrangers qui seraient moins enclins à protéger les emplois outre-Manche. Cette crainte se superposant à un sentiment répandu dans l'opinion publique d'une désindustrialisation du pays<sup>812</sup>.

**322.** Cette offre à été un révélateur quand au rôle joué par les arbitragistes, et particulièrement les *hedge funds*. Leur intervention, et l'importance de cette dernière, peut être retracée à travers les articles de la presse spécialisée de l'époque<sup>813</sup>. Ces derniers n'ont ainsi pas commencé par spéculer sur une offre publique mais à vendre à découvert le titre du fait de ses mauvaises perspectives<sup>814</sup>. Ils avaient cependant débouclé leurs positions avant l'annonce de l'offre de Kraft et que le titre ne bondisse en bourse. Les *hedge funds*

---

<sup>809</sup> The Economist, Kraft's bid for Cadbury: Unsweetened, 9 Novembre 2009.

<sup>810</sup> The Economist, Schumpeter: Food Fight, 5 Novembre 2009.

<sup>811</sup> Didier Poracchia et Didier Martin, Regard sur l'intérêt social, Rev. Soc., 2012, p.475, n°29.

<sup>812</sup> The Economist, Manufacturing blues: Another one bites the dust, 21 Janvier 2010.

<sup>813</sup> Pour un récit complet de l'offre et de ses enjeux industriels et financiers : Jenny Wiggings, The inside story of the Cadbury takeover, Financial Times, 12 mars 2010.

<sup>814</sup> Laurence Fletcher, Hedge funds avoid sticky situation in Cadbury, Reuters, 7 septembre 2009.

arbitragistes rentrèrent au capital de Cadbury après l'annonce de l'offre de Kraft. Le premier fonds fût Eton Park Capital Management qui acquit 23 millions d'actions pour 180 millions de livres sterling, soit 1.68% du capital de Cadbury. L'auteur de l'article relevait que cela donnerait à ce fonds un rôle décisif dans le cadre de cette offre<sup>815</sup>. Il relevait aussi que cet investissement était scruté de près par les autres investisseurs du fait des performances passées de ce fonds. Les autres *hedge funds* arbitragistes ne sont cependant pas rentrés immédiatement au capital de la société cible du fait des incertitudes pesant sur l'offre<sup>816</sup>. Ce premier fonds fût rapidement suivi par un autre, Paulson & Co qui acheta 2.08% du capital de la société cible<sup>817</sup>. Cela démontra alors l'intérêt grandissant des *hedge funds* arbitragistes pour l'opération. Le journaliste relevait d'ailleurs qu'une activité accrue et croissante de ces investisseurs était attendue dans cette opération, ceci malgré la présence des investisseurs institutionnels (Franklin Resources détenant 8.12% du capital et Legal & General en détenant 5.24%). A ce moment de l'offre, le journaliste relate que les gérants soutenaient les dirigeants de Cadbury qui avaient rejeté l'offre du fait du faible prix proposé<sup>818</sup>. Il semble d'ailleurs que Paulson n'ait fait qu'augmenter une participation qu'il détenait déjà au capital de Cadbury<sup>819</sup>. A ce moment, les premières interrogations sur les problèmes posés par cette rentrée des arbitragistes au capital furent soulevées. Une tribune intéressante à ce sujet fût ainsi publiée par un universitaire Britannique<sup>820</sup>. Il relève que l'entrée de ces *hedge funds* risque de fortement compliquer la défense de Cadbury. Ils détiennent entre 14 et 25% de la société et n'ont aucun intérêt dans son avenir à long terme. Leur but est donc uniquement de s'assurer

---

<sup>815</sup> « L'investissement signifie que Eton Park va jouer un rôle cruciale dans la décision sur le future de Cadbury ».

<sup>816</sup> « Mis à part le fonds Trian de Nelson Peltz, qui a détenu une participation pendant deux ans, d'autres *hedge funds* ont été plus prudent cette semaine dans l'investissement pour Cadbury ou Kraft, wui est le plus gros producteur alimentaire aux Etats-Unis. Un broker de *hedge fund* declare: "Il y avait une importante position à découvert dans Cadbury avant l'offre donc plusieurs fonds eurent un choc. Maintenant plusieurs ont achetés quelques actions mais autrement les the *hedge funds* regardent la situation pour voir ce qui se passe avant de bouger trop rapidement ».

<sup>817</sup> Jenny Wiggins and Lina Saigol, Hedge fund interest in Cadbury increases, Financial Times, 10 Novembre 2009.

<sup>818</sup> Le journaliste cite ainsi un gérant détenant 1% du capital de Cadbury déclarant : « Demander aux actionnaires de Cadbury de donner le contrôle de la compagnie au prix de l'offre de Kraft est aussi approprié que de demander à la reine de laisser partir les Joyaux de la Couronne pour le prix d'un paquet de chips. On préfère continuer à investor dans les dirigeants de Cadbury, qui ont fait leurs preuves, plutôt que risqué un investissement risqué dans un conglomerate alimentaire ».

<sup>819</sup> The New York Times, Delbook, John Paulson doubles bet on Cadbury, 11 novembre 2009.

<sup>820</sup> David Bailey, Professeur a Coventry University Business School, The Hedge fund merger-men move in on Cadbury: is this really socially useful activity?, 12 novembre 2009. L'article peut être trouvé au lien suivant (consulté le 13 décembre 2012) : <http://blogs.birminghampost.net/business/2009/11/the-hedge-fund-merger-men-move.html>

qu'une offre soit faite avec un prix reflétant la valeur réelle de la société<sup>821</sup>. L'auteur remarquait que des défenseurs du libre marché relevaient que ces *hedge funds* arbitragistes pouvaient peser problème et que leur présence compliquait significativement la tâche des dirigeants de la société cible<sup>822</sup>. Avec des fonds détenant probablement autour du quart du capital de la société cible, il devenait quasiment impossible à cette dernière de conserver son indépendance suite à une surenchère. Les *hedge funds* refusaient d'apporter leurs titres car ils jugeaient l'offre initiale sous valorisée. Dès lors que Kraft initia une nouvelle offre avec un prix supérieur, les arbitragistes n'avaient plus aucune raison de ne pas apporter leurs titres. Leur volonté de voir l'offre réussir, à laquelle se rallia le fonds de gestion Franklin Templeton, obligea le conseil d'administration de Cadbury à accepter l'offre de Kraft et à recommander à ses actionnaires d'apporter leurs titres<sup>823</sup>. Le rôle des *hedge funds* qui permit à l'offre de réussir, peu de temps après une gravissime crise financière et alors que l'opinion publique et le gouvernement souhaitaient voir Cadbury rester Britannique, fût fortement décrié<sup>824</sup>. Détenant, selon d'autres sources, 30% du capital de la société, ils permirent à l'offre de Kraft de réussir<sup>825</sup>. Les réactions à la réussite de cette offre ciblèrent les arbitragistes qui, détenant un tiers du capital de la société, avaient réduit à zéro les chances, pour cette dernière, de rester indépendante<sup>826</sup>. L'ancien P-DG de Cadbury émit alors l'idée qu'il fallait neutraliser

---

<sup>821</sup> « Les informations selon lesquelles les *hedge funds* étaient montés au capital de Cadbury risquent de venir miner la défense du conseil d'administration. (...) Avec cela, on estime que les *hedge funds* contrôlent maintenant quelque chose entre 14% et 25% du capital de la société, ceci dépendant de quelle source de la City vous suivez. Bien entendu, les *hedge funds* n'ont aucun intérêt dans le développement à long-terme de la société. Ils représentent l'extrême du court-termisme. Ils ont acheté dans l'espoir de vendre à un prix supérieur lors d'une offre publique. Cela signifie qu'un groupe plus important d'actionnaire existe maintenant et va être prêt à (a) abandonner le navire pour le bon prix, et (b) mettre sous pression le conseil d'administration pour qu'il accepte toute offre améliorée ».

<sup>822</sup> « Comme le FT – un partisan du libre marché – le notait cette semaine “ce serait tragique si une défense convaincante de Cadbury, avec des arguments de fond, été minée par des gérants d'actifs souhaitant vendre pour obtenir leurs retours sur investissement de fin d'année ». Tandis que Cadbury décrivait, cette semaine, l'offre de Kraft comme “dérisoire, la présence des arbitragistes pourrait rendre la tâche plus ardue pour Cadbury de contrôler son propre futur. Le seul objectif des arbitragistes est de profiter de l'écart de cours entre le cours de bourse de la cible (i.e. Cadbury) après l'annonce d'une offre et le prix final à la réalisation de l'opération ”.

<sup>823</sup> Dan Roberts, Cadbury's board agrees £12bn sales to Kraft, The Guardian, 19 janvier 2010.

<sup>824</sup> Larry Elliott, The sad lesson of Cadbury is the City still holds the whip, The Guardian, Mardi 19 janvier 2010

<sup>825</sup> Dana Cimilluca et Cecile Rohwedder, Kraft wins a reluctant Cadbury with help of clock, hedge funds, The Wall Street Journal, 20 Janvier 2010: “Craignant que ces investisseurs, qui détiennent environ 30% du capital, vendraient leurs actions à un prix en dessous de ce que le conseil d'administration estime correcte, M Carr prit un appel téléphonique de M Rosenfeld à 7 heures du soir dimanche”. Ce chiffre est aussi corroboré par la doctrine: Didier Poracchia et Didier Martin, Regard sur l'intérêt social, Rev. Soc., 2012, p.475, n°29.

<sup>826</sup> Should hedge funds be disenfranchised, lien consulté le 14 décembre 2012: [http://www.bbc.co.uk/blogs/thereporters/robertpeston/2010/02/should\\_hedge\\_funds\\_be\\_disenfra.html](http://www.bbc.co.uk/blogs/thereporters/robertpeston/2010/02/should_hedge_funds_be_disenfra.html): “Le plus important était que les investisseurs de court termes et les *hedge funds* augmentèrent leur participation dans Cadbury pendant l'offre publique de juste 5% à 31%. Ensuite, ces investisseurs ne souhaitaient qu'une seule issue, la vente de Cadbury, car seule une vente pouvait leur permettre de sécuriser leurs gains. Pour Carr, dès lors qu'ils détenaient un tiers de la société, les chances de Cadbury de rester indépendante étaient nulles – car

les actions détenues par les *hedge funds* pour que ces derniers ne puissent avoir d'influence sur l'issue de l'offre, tout du moins les priver de droit de vote<sup>827</sup>. L'annonce de la fermeture d'une usine, alors même que Kraft avait promis de la garder en activité, provoqua aussi un mouvement social réclamant un changement législatif pour protéger les fleurons nationaux, notamment en diminuant le poids des *hedge funds* arbitragistes par rapport aux autres actionnaires qui avaient plus à cœur la pérennité à long terme de l'entreprise<sup>828</sup>. Les *hedge funds* arbitragistes ont joué un rôle central, pour ne pas dire essentiel, dans le cadre de cette offre. C'est aussi dans le cadre de cette offre que leur rôle a été mis en lumière et fortement décrié par la plupart des différents acteurs.

### **323. L'offre de Mittal Steel sur Arcelor et le rôle des *hedge funds* arbitragistes.**

Une autre offre publique de grande ampleur donne un exemple intéressant du rôle joué par les actionnaires pratiquant l'arbitrage sur le risque de l'offre dans le cadre de ces situations. L'offre, hostile, de Mittal Steel sur Arcelor donna aussi lieu à une importante bataille boursière. Tout comme Cadbury il s'agissait d'une entreprise symbolique en France et en Europe, issue du rapprochement des anciennes aciéries européennes. L'offre et ses conséquences se poursuivirent sur près d'une année<sup>829</sup>. Le 27 janvier 2006 Mittal Steel annonce son offre sur Arcelor valorisant la société à 18,6 milliards d'euros faisant bondir le cours d'Arcelor de 28% à 28,50 euros soit le niveau de l'offre. Le conseil d'administration rejeta immédiatement l'offre en la qualifiant d'hostile et mettant en place une équipe de défense<sup>830</sup>. Les dirigeants reçurent immédiatement le soutien du Ministre de l'économie et des Finances<sup>831</sup>. Ce dernier fût rapidement rejoint par le Premier Ministre Luxembourgeois, pays du siège social de la société<sup>832</sup>, alors que l'Espagne et la Belgique, autres pays concernés,

---

*Kraft n'avait qu'à persuader les détenteurs de 20% du capital de soutenir leur offre pour que cette dernière l'emporte. C'est en ces termes que Carr l'exprima: "C'est les mouvements au sein du capital qui entraîna la perte de la bataille pour Cadbury. Les propriétaires étaient de moins en moins des investisseurs engagés sur le long-terme mais des investisseurs motivés financièrement, dont le seul critère de jugement était leur propre performance trimestrielle... Il n'y avait tout simplement pas assez d'actionnaires prêt à prendre une vision à long-terme de Cadbury et prêt à sacrifier des gains à court-terme pour une prospérité à plus long-terme... A la fin de la journée, les actionnaires qui ne détenaient des actions que depuis quelques jours ou quelques semaines déterminèrent le desin d'une compagnie qui avait été créée environ 200 ans auparavant."*

<sup>827</sup> Should hedge funds be disenfranchised, lien consulté le 14 décembre 2012:

[http://www.bbc.co.uk/blogs/thereporters/robertpeston/2010/02/should\\_hedge\\_funds\\_be\\_disenfra.html](http://www.bbc.co.uk/blogs/thereporters/robertpeston/2010/02/should_hedge_funds_be_disenfra.html)

<sup>828</sup> Philip Inman, Union call for "Cadbury Law" to protect British industry, The Guardian, Mardi 6 avril 2010.

<sup>829</sup> Chronologie autour de la fusion Mittal-Arcelor, lien consulté le 14 décembre 2012 :

<http://www.challenges.fr/entreprise/20071113.CHA5393/chronologie-autour-de-la-fusion-mittal-arcelor.html>.

<sup>830</sup> Arcelor rejette à l'unanimité l'OPA hostile lancée par Mittal Steel, Les Echos, 30 janvier 2006.

<sup>831</sup> Thierry Breton, « Le gouvernement exprime les plus grandes réserves sur la démarche de Mittal, Les Echos, 30 janvier 2006.

<sup>832</sup> Paris et Luxembourg organisent un tir de barrage pour défendre Arcelor, Les Echos, 1<sup>er</sup> février 2006.

refusèrent de prendre position<sup>833</sup>. Le régulateur Luxembourgeois s'estima compétent pour contrôler le déroulement de l'offre<sup>834</sup>. La directive OPA n'étant pas encore transposée, le gouvernement Luxembourgeois déposa immédiatement un projet de loi prévoyant de rendre la neutralisation des mesures de défense facultatives<sup>835</sup> et étant donc favorable à Arcelor. Arcelor communiqua ensuite sur ses excellents résultats financiers et la sous-valorisation manifeste de l'offre<sup>836</sup> recevant le soutien du Président de la République<sup>837</sup>. On apprit alors que le fonds Atticus détenait 1.2% d'Arcelor et les dirigeants lui adressèrent une fin de non-recevoir concernant toute négociation avec Mittal<sup>838</sup>. Les dirigeants d'Arcelor annoncèrent ensuite qu'ils augmenteraient significativement leurs dividendes futurs<sup>839</sup> alors que Mittal était sur la défensive suite aux craintes sociales suscitées par son offre<sup>840</sup>. Les dirigeants d'Arcelor jugeaient alors que l'offre allait échouer car pas assez élevée<sup>841</sup> alors que le projet de loi perdait une partie de son caractère favorable à Arcelor<sup>842</sup>. Arcelor poursuivit sa défense sur le terrain financier en estimant que l'offre ferait perdre 1,3 milliards aux actionnaires d'Arcelor<sup>843</sup>. Les dirigeants annoncèrent ensuite la mise en place de mesures de défense<sup>844</sup> consistant dans la distribution d'un dividende exceptionnel. Arcelor poursuivit la mise en place de sa défense en recourant à la sanctuarisation d'un actif stratégique. La société plaça sa filiale, tout juste acquise, Dofasco dans une *stichting* de droit Néerlandais empêchant toute vente de cet actif par la suite. Or Mittal, pour des raisons de concurrence, avait promis de revendre cet actif à ThyssenKrupp. Les administrateurs d'Arcelor estimèrent qu'il était contraire à l'intérêt social de revendre Dofasco étant donné la qualité de l'actif, ses perspectives de croissance<sup>845</sup>, et le prix promis. Arcelor continuait à exercer son pouvoir de direction et à toucher les bénéfices de sa filiale. Les administrateurs promirent aussi une

---

<sup>833</sup> Pas de front commun européen pour épauler le groupe Luxembourgeois, Les Echos, 3 février 2006.

<sup>834</sup> Myriam Chauvot, l'Autorité de marché Luxembourgeoise va contrôler la défense du groupe de Guy Dollé, Les Echos, 7 février 2006.

<sup>835</sup> Myriam Chauvot et Caroline Lechantre, OPA : le Luxembourg dévoile un projet de loi favorable à Arcelor, Les Echos, 8 février 2006.

<sup>836</sup> Myriam Chauvot, Guy Dollé : « Nous vallons plus que 30 euros ! », Les Echos, 17 février 2006 ; Arcelor met en avant ses excellents résultats pour contrer l'OPA hostile, Les Echos, 17 février 2006.

<sup>837</sup> En Inde, Chirac dénonce l'OPA de Mittal sur Arcelor, Les Echos, 21 février 2006.

<sup>838</sup> Arcelor rejette la demande du fonds qui l'appelle à négocier avec Mittal, Les Echos, 21 février 2006.

<sup>839</sup> Clémence Dunand, Arcelor veut retenir ses actionnaires en leur promettant du cash, Les Echos, 28 février 2006.

<sup>840</sup> Mittal Steel tente de rassurer sur son plan industriel en Europe, Les Echos, 3 mars 2006.

<sup>841</sup> Clémence Dunand, Arcelor croit à l'échec de l'OPA de Mittal Steel, Les Echos, 8 mars 2006.

<sup>842</sup> Le Luxembourg prépare une loi anti-OPA édulcorée, Les Echos, 23 mars 2006.

<sup>843</sup> Myriam Chauvot, l'OPA de Mittal ferait perdre 1,3 milliards aux actionnaires d'Arcelor, Les Echos, 27 mars 2006.

<sup>844</sup> Myriam Chauvot, Arcelor annonce des mesures de défense contre l'OPA de Mittal, Les Echos, 4 avril 2006.

<sup>845</sup> Myriam Chauvot, Arcelor justifie la fondation créée pour bloquer la revente de Dofasco, Les Echos, 12 avril 2006.

distribution de dividende pour assécher la liquidité du groupe et contribuer à compliquer le financement de Mittall<sup>846</sup>. Ce transfert suscita l'ire de l'association de défense des actionnaires minoritaires qui menacèrent de ne pas reconduire le conseil d'administration<sup>847</sup>. Romain Zaleski, investisseur renommé, annonça ensuite son entrée au capital d'Arcelor tout en appelant Mittall à surenchérir<sup>848</sup>. Au même moment, le Luxembourg adopta la loi de transposition qui se révéla finalement neutre par rapport à l'offre en cours<sup>849</sup>. C'est dans ce contexte qu'arriva l'assemblée générale d'Arcelor, dans une ambiance tendue<sup>850</sup>. Mittall tenta de reprendre la main en annonçant qu'il était prêt à faire des améliorations en termes de gouvernance (avec une dilution de la famille Mittall et l'entrée de François Pinault comme administrateur) et à relever son offre si le conseil d'Arcelor l'acceptait. Le cours de l'action Arcelor était alors de 35 euros pour une offre à 28...<sup>851</sup>. Le même jour Romain Zaleski annonçait avoir franchit le seuil des 5% du capital<sup>852</sup>. Arcelor affina sa défense par la suite en proposant d'effectuer une offre publique de rachat d'actions portant sur 23% de son capital (pour environ 5 milliards d'euros) plutôt qu'une distribution de dividende<sup>853</sup>. Suite à cela la Belgique indiqua que suite aux conseils de ses banquiers d'affaires elle refusait de prendre partie. Le rapport soulignait les risques que faisait peser la défense d'Arcelor<sup>854</sup>. Le 17 mai 2006 Mittal déposa son offre, après de long mois d'attente<sup>855</sup>. Dès le lendemain, Mittall, visiblement très bien renseigné, releva massivement son offre de 34% d'un coup, valorisant Arcelor à 25,8 milliards d'euros, la famille Mittall acceptant par ailleurs de descendre à moins de 50% du capital<sup>856</sup>. Aussi spectaculaire soit-il ce relèvement était toujours pénalisé par la

---

<sup>846</sup> Myriam Chauvot, arcelor complique sérieusement l'OPA de Mittal Steel, Les Echos, 5 avril 2006 ; Myriam Chauvot, la fondation botte secrète d'Arcelor pour empêcher la revente de Dofasco, Les Echos, 5 avril 2006 ;

<sup>847</sup> Un transfert inacceptable selon Collette Neuville, Les Echos, 5 avril 2006 ; Des minoritaires d'Arcelor menacent son conseil d'administration, Les Echos, 19 avril 2006.

<sup>848</sup> Myriam Chauvot et Pierre de Gasquet, l'homme d'affaire Romain Zaleski détient 2.1% du capital d'Arcelor, Les Echos, 10 avril 2006.

<sup>849</sup> Le Luxembourg se dote d'une loi sur les offres publiques d'achat, Les Echos, 5 mai 2006.

<sup>850</sup> Clémence Dunand et Desnis Cosnard, Arcelor soumet sa stratégie à ses actionnaires alors que l'OPA de Mittall tarde à se concrétiser, Les Echos, 27 avril 2006 ; Clémence Dunand, Arcelor le Président du conseil sur la sellette, Les Echos, 28 avril 2006.

<sup>851</sup> Patrick Lamme, Arcelor-Mittall et le facteur temps, Les Echos, 10 mai 2006 ; Myriam Chauvot ; Arcelor : Mittall fait des concessions pour obtenir une OPA amicale, Les Echos, 10 mai 2006 ; François Pinault, un soutien de poids pour Mittall, Les Echos, 10 mai 2006.

<sup>852</sup> Romain Zaleski franchit le seuil des 5%, Les Echos, 10 mai 2006.

<sup>853</sup> Myriam Chauvot, Arcelor prêt à racheter un quart de son capital pour contrer l'offre de Mittall Steel, Les Echos, 15 mai 2006.

<sup>854</sup> Clémence Dunand, La Belgique refuse de choisir entre Mittall Steel et Arcelor, Les Echos, 16 mai 2006.

<sup>855</sup> Myriam Chauvot, Mittal Steel lance enfin son offer publique d'achat hostile sur Arcelor, Les Echos, 17 mai 2006 ; Un feuilleton qui dure déjà depuis trois mois et demi, Les Echos, 17 mai 2006.

<sup>856</sup> La nouvelle OPA de Mittall met Arcelor sous pression, Les Echos, 22 mai 2006 ; Crible, Le bon sens de Mittall, Les Echos, 22 mai 2006 ; Marie-Laure Cittanova, Une offre relevée de 6,7 milliards d'euros d'un coup, Les Echos, 22 mai 2006.

faible part de cash proposé par le groupe<sup>857</sup>. Arcelor annonça ensuite son projet de rapprochement avec son chevalier blanc, le groupe Russe Severstal. Le projet constituait dans une prise de contrôle des actifs de Severstal par Arcelor qui, en échange, donnerait à ce dernier une grande partie de son capital (jusqu'à 33%)<sup>858</sup>. Pour le conseil d'administration d'Arcelor, le projet alternatif était plus intéressant que celui défendu par Mittal car dégagent une meilleure rentabilité, une complémentarité stratégique et se faisant de façon amical<sup>859</sup>. Ce projet fût modérément apprécié par le marché et certains actionnaires<sup>860</sup>, ce projet apparaissant critiquable<sup>861</sup>. L'ADAM demanda une OPA de Severstal sur Arcelor, cette dernière estimant que le franchissement du seuil de l'offre obligatoire est passif et nécessite donc pas une offre<sup>862</sup>. Mittal réussit alors à fédérer 30% du capital pour demander à ce qu'une assemblée générale extraordinaire soit convoquée afin de changer les statuts et faire approuver le projet de rapprochement avec Severstal<sup>863</sup>. De nombreux *hedge funds* arbitragistes, apportèrent leurs signatures à la pétition<sup>864</sup>. Une assemblée générale ordinaire était prévue par Arcelor le 28 juin pour que les actionnaires se prononcent sur le projet de rapprochement avec Severstal<sup>865</sup>. Rien n'obligeait Arcelor à convoquer cette assemblée générale et les dirigeants souhaitaient que le rapprochement avec Severstal soit annulé si 50% des actionnaires s'y opposaient. Les actionnaires s'opposèrent publiquement à cette approche, réclamant que 50% des actionnaires se prononcent en faveur du rapprochement<sup>866</sup> ce que refusaient les dirigeants d'Arcelor<sup>867</sup>. Ces derniers se dirent alors ouverts à des discussions avec Mittal en cas de relèvement de l'offre de ce dernier<sup>868</sup>, et rencontrèrent dans la foulée les dirigeants de Mittal<sup>869</sup>. La contestation des actionnaires se focalisa alors sur l'assemblée

---

<sup>857</sup> Myriam Chauvot, OPA sur Arcelor : Mittal Steel repart à la rencontre des investisseurs, Les Echos, 23 mai 2006.

<sup>858</sup> Arcelor prêt à s'unir au Russe Severstal pour bloquer Mittal, Les Echos, 26 mai 2006 ; Arcelor propose au Russe Severstal de devenir son premier actionnaire, Les Echos, 26 mai 2006 .

<sup>859</sup> Thomas Le Masson, Arcelor vante le projet industriel et la forte rentabilité du nouvel ensemble, Les Echos, 29 mai 2006.

<sup>860</sup> Denis Cosnard, Mittal en appelle aux actionnaires pour bloquer le mariage Russe d'Arcelor, Les Echos, 29 mai 2006.

<sup>861</sup> Les 4 points faibles du rapprochement Arcelor-Severstal, Les Echos, 29 mai 2006.

<sup>862</sup> Denis Cosnard, Arcelor : Colette Neuville réclame une OPA d'Alexeï Moardachov, Les Echos, 30 mai 2006.

<sup>863</sup> Mittal dit avoir fédéré environ 30% des actionnaires d'Arcelor, Les Echos, 1<sup>er</sup> juin 2006.

<sup>864</sup> Marc Roche, La Banque, Comment Goldman Sachs dirige le monde, Chapitre 4 : Prédateurs et proies, Points.

<sup>865</sup> Myriam Chauvot, Bruxelles approuve la fusion Arcelor-Mittal, Les Echos, 5 juin 2006 ;

<sup>866</sup> Arcelor : la fronde des actionnaires tourne à la révolte, Les Echos, 12 juin 2006.

<sup>867</sup> Guy Dollé défend son refus d'un vote de confiance sur Severstal, Les Echos, 13 juin 2006.

<sup>868</sup> Denis Cosnard, Nicolas Madeleine et Myriam Chauvot, Arcelor prêt à discuter avec Mittal d'un éventuel accord amical, les Echos, 13 juin 2006 ; Crible, Poker menteur, Les Echos, 13 juin 2006.

<sup>869</sup> Myriam Chauvot, Arcelor-Mittal : premières discussions sur un éventuel accord amiable, Les Echos, 14 juin 2006.

générale extraordinaire du 21 juin devant approuver l'offre publique de rachat d'actions<sup>870</sup>, Romain Zaleski s'y déclarant opposé<sup>871</sup>. Devant ces réactions, les dirigeants d'Arcelor poursuivirent les négociations avec Mittal et indiquèrent qu'ils étaient prêts à renoncer à leur projet de rachat d'actions<sup>872</sup>, puis ajournèrent l'assemblée générale devant l'approuver<sup>873</sup>. Severstal annonça alors une amélioration de son offre, notamment sur les questions de gouvernance<sup>874</sup>. Le conseil d'administration d'Arcelor se réunit alors pour trancher entre les deux offres<sup>875</sup> et finit par accepter l'offre révisée de 10% de Mittal<sup>876</sup>. Les actionnaires d'Arcelor votèrent ensuite à 58% contre le rapprochement avec Severstal<sup>877</sup>. Mittal indiqua qu'il ne se sentait pas obligé de lancer une offre de rachat sur les filiales Brésiliennes d'Arcelor<sup>878</sup>. Mittal annonça ensuite que plus de 50% des actionnaires avaient accepté son offre<sup>879</sup>, puis il détenait 92% du capital d'Arcelor à la fin juillet, six mois après le début de la bataille boursière<sup>880</sup>. Suite à cette prise de pouvoir deux questions restaient en suspens. En premier lieu, se posait la question d'une offre sur les filiales Brésiliennes d'Arcelor. Mittal fit appel de la décision du régulateur boursier Brésilien de lancer une offre sur ces filiales<sup>881</sup> mais la décision fût confirmée par la suite<sup>882</sup>. Mittal déposa alors une offre avec une faible valorisation<sup>883</sup>. La méthode de valorisation fût cependant rejetée par le régulateur Brésilien<sup>884</sup> obligeant ArcelorMittal à relever son offre de 50%<sup>885</sup>.

**324.** En second lieu, la question concernait l'avenir de Dofasco placé au sein de la fondation Néerlandaise. ThyssenKrupp porta l'affaire devant la justice étant donné que la

---

<sup>870</sup> Myriam Chauvot et Nicolas Madeleine, Le rachat d'actions pourrait être remis en cause par les actionnaires minoritaires, Les Echos, 14 juin 2006.

<sup>871</sup> Myriam Chauvot, Romain Zaleski prend position contre la direction d'Arcelor, Les Echos, 15 juin 2006.

<sup>872</sup> Desnis Cosnard, Rachat d'actions : Arcelor prêt à faire machine arrière, Les Echos, 19 juin 2006 ; Arcelor subit un revers dans sa défense, Les Echos, 19 juin 2006 ; De nouvelles rencontres avec Mittal Steel, Les Echos, 19 juin 2006 ;

<sup>873</sup> Myriam Chauvot, Arcelor recule face à ses actionnaires et annule son assemblée générale, Les Echos, 20 juin 2006.

<sup>874</sup> Severstal annonce l'amélioration des termes de son mariage avec Arcelor, Les Echos, 21 juin 2006 ;

<sup>875</sup> Myriam Chauvot, Le conseil d'administration tranchera dimanche entre Mittal Steel et Arcelor, Les Echos, 22 juin 2006 ; Duel serré Mittal-Severstal pour séduire Arcelor, Les Echos 23 juin 2006 ;

<sup>876</sup> Patrick Lamm, Arcelor-Mittal : la victoire des marchés, Les Echos, 26 juin 2006 ; Acier : Arcelor se résout à fusionner avec Mittal Steel, Les Echos, 26 juin 2006 ;

<sup>877</sup> Clémence Dunand, La fusion entre Mittal Steel et Arcelor est sur les rails, 3 juillet 2006.

<sup>878</sup> Clémence Dunand, Mittal refuse de lancer une offre sur les filiales brésiliennes d'Arcelor, Les Echos, 12 juillet 2006.

<sup>879</sup> Clémence Dunand, Mittal a récupéré les 50% de titres nécessaires au rachat d'Arcelor, Les Echos, 19 juillet 2006.

<sup>880</sup> Arcelor-Mittal Steel : la fusion des géants de l'acier peut démarrer, Les Echos, 27 juillet 2006.

<sup>881</sup> Mittal fait appel de l'obligation de lancer une offre au Brésil, Les Echos, 18 août 2006.

<sup>882</sup> Thibaut Madelin, Mittal obligé de lancer une coûteuse OPA sur Arcelor Brésil, Les Echos, 27 septembre 2006.

<sup>883</sup> Thibaut Madelin, Mittal veut acheter la filiale brésilienne d'Arcelor à petit prix, Les Echos, 26 octobre 2006.

<sup>884</sup> Thibaut Madelin, ArcelorMittal subit un nouveau revers au Brésil, Les Echos, 15 mars 2007.

<sup>885</sup> Brésil : Arcelor Mittal obligé de payer 50% de plus aux minoritaires, Les Echos, 23 mars 2007.

vente lui avait été promise mais qu'elle ne pouvait être honorée<sup>886</sup>. La fondation Néerlandaise refusa de se dissoudre, confortant ainsi la pertinence de ce moyen de défense<sup>887</sup>. La justice donna alors raison à Mittal qui fût autorisé à garder Dofasco dans son giron... ce qu'il était forcé de faire<sup>888</sup>. Le groupe releva alors son offre<sup>889</sup> et retira sa filiale de la cote<sup>890</sup>.

**325.** La fusion fût entérinée un an après le début de la bataille boursière par les actionnaires<sup>891</sup>. Le rôle des arbitragistes, et notamment des *hedge funds*, dans le cadre de cette offre a été plus discret que dans le cadre de celle sur Cadbury mais a néanmoins été très important<sup>892</sup>. Leur présence est attestée dans une bataille judiciaire sur les parités de fusion<sup>893</sup>. Goldman Sachs, banque conseil de Mittal Steel, a ainsi utilisé ses liens commerciaux et financiers avec eux pour les convaincre, sans grande difficulté, de soutenir l'offre<sup>894</sup>. Des rencontres avec des conseils d'Arcelor nous permettent aussi d'estimer que les *hedge funds* arbitragistes ont contrecarré la proposition de chevalier blanc trouvée par les dirigeants de la société cible. Les sociétés cibles de l'offre, nous le verrons, doivent impérativement soumettre d'éventuelles mesures de défense à l'approbation des actionnaires réunis en assemblée générale si elles sont de nature à faire échouer l'offre, et donc à priver ces derniers du pouvoir de décision<sup>895</sup>. Ce n'était pas encore le cas à l'époque, la directive n'étant pas encore transposée au Luxembourg, mais la société avait choisi de faire approuver son projet alternatif en assemblée générale. Elle avait aussi fait voter uniquement les actionnaires inscrits. Une majorité s'était cependant dégagée en faveur de Mittal. La trace de la présence et du rôle joué par ces arbitragistes dans le cadre de cette offre peut aussi se retrouver dans la presse spécialisée. Tout comme dans l'offre sur Cadbury, les arbitragistes ont cherché à obtenir une revalorisation de l'offre tout en empêchant les dirigeants de la société cible de

---

<sup>886</sup> Patrice Drouin, ThyssenKrupp menace d'aller en justice pour acheter Dofasco, Les Echos, 4 décembre 2006.

<sup>887</sup> Arcelor contraint de conserver le canadien Dofasco, Les Echos, 14 novembre 2006 ; Thibaut Madelin, LA fondation créée par Arcelor bloque la vente du leader canadien de l'acier Dofasco, Les Echos, 14 novembre 2006.

<sup>888</sup> Thibault Madelin, La justice autorise Mittal à garder le canadien Dofasco, Les Echos, 24 janvier 2007.

<sup>889</sup> Sidérurgie : ArcelorMittal finit par relever son offre sur Arcelor Brasil, Les Echos, 10 avril 2007 ; Arcelor Mittal a racheté sa filiale Brésilienne pour 3,96 milliards d'euros, Les Echos, 5 juin 2007.

<sup>890</sup> Thibault Madelin, ArcelorMittal va retirer Arcelor Brésil de la cote, Les Echos, 6 juin 2007.

<sup>891</sup> ArcelorMittal : les actionnaires approuvent la fusion définitive, Les Echos, 8 novembre 2007.

<sup>892</sup> Entretien en date du 7 février 2013 avec Pierre Servan-Schreiber, Avocat aux barreaux de Paris et de New-York, Ancien membre du Conseil de l'Ordre de Paris, Avocat associé, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP.

<sup>893</sup> Myriam Chauvot, ArcelorMittal : les actionnaires minoritaires déboutés, Les Echos, 28 août 2007.

<sup>894</sup> Marc Roche, La Banque, Comment Goldman Sachs dirige le monde, Chapitre 4 : Prédateurs et proies, p.62, Points : « *Il ne reste plus qu'à persuader les hedge funds, autres actionnaires importants d'Arcelor, du bien-fondé du projet industriel de Mittal. Pour Goldman Sachs, c'est un jeu d'enfant. En effet, la banque administre toutes leurs transactions* ».

<sup>895</sup> Infra n°675.

mettre en place des mesures de défense efficaces pour empêcher un échec de l'offre<sup>896</sup>. Leurs interventions, combinées à l'arrivée du chevalier blanc, ont amené Mittal à relever son offre<sup>897</sup>. L'action de ces *hedge funds* fût aussi déterminante dans le cadre de la pétition signée en vue de la tenue d'une assemblée générale. Sur cette question, les arbitragistes et activistes agissèrent de la même manière, avec l'aide d'autres gestionnaires<sup>898</sup>. Les dirigeants d'Arcelor tentèrent de ne prendre en compte que les actionnaires réellement détenteurs d'actions mais cette manœuvre ne fût pas suffisante pour contrebalancer le poids de cette intervention<sup>899</sup>. Déjà, certains chroniqueurs posaient la question du rôle joué par ces investisseurs dans les offres publiques et la nécessité d'une transparence accrue<sup>900</sup>. Relevons cependant que les actionnaires arbitragistes n'ont pas eu un rôle uniquement négatif étant donné qu'ils ont aussi fait pression sur l'initiateur de l'offre, Mittal Steel, pour que ce dernier améliore son gouvernement d'entreprise, notamment en relâchant l'emprise familiale sur le groupe<sup>901</sup>. On peut aussi relever qu'il s'agissait de neutraliser un risque d'échec de l'offre, cela posant problème à plusieurs actionnaires. Dans le cadre de cette offre, leur intervention apparaît moins évidente que dans le cadre de celle sur Cadbury. Il apparaît néanmoins qu'ils ont grandement facilité la réalisation de cette opération en dissuadant les dirigeants d'Arcelor de mettre en œuvre des mesures de défense, notamment en s'alliant avec un chevalier blanc, qui aurait pu conduire à l'échec de cette dernière. Contrairement à l'offre de Cadbury, il nous est cependant extrêmement difficile d'estimer la part du capital qu'ils détenaient pendant l'offre.

#### b. Les réactions suscitées par cette offre et les réflexions sur le court-termisme.

**326. Les débats au Royaume-Uni. Acte I : Les réactions au rôle joué par les *hedge funds* arbitragistes dans le succès de l'offre de Kraft sur Cadbury.** L'offre de Kraft sur Cadbury créa un choc dans l'opinion publique britannique et le gouvernement décida

---

<sup>896</sup> Les hedge funds en embuscade chez Arcelor, <http://bourse.blogs.challenges.fr/archive/2006/04/24/les-hedge-funds-en-embuscade-chez-arcelor.html>. Lien consulté le 15 décembre 2012.

<sup>897</sup> Rumeurs de manœuvres chez Arcelor, <http://www.liberation.fr/economie/010148888-rumeurs-de-manoeuvres-chez-arcelor>. Lien consulté le 15 décembre 2012.

<sup>898</sup> John Plender, Arcelor, Mittal and the usual hedge fund suspect, Financial Times, 25 juin 2006.

<sup>899</sup> John Plender, Arcelor, Mittal and the usual hedge fund suspect, Financial Times, 25 juin 2006 ; Entretien en date du 7 février 2013 avec Pierre Servan-Schreiber, Avocat aux barreaux de Paris et de New-York, Ancien membre du Conseil de l'Ordre de Paris, Avocat associé, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP.

<sup>900</sup> John Plender, Arcelor, Mittal and the usual hedge fund suspect, Financial Times, 25 juin 2006.

<sup>901</sup> Same Jones, FT Alphaville, Hedge fund tells Mittal to think of his wife: renegotiate Arcelor Merger, 31 octobre 2007.

d'effectuer des investigations sur le déroulement de cette offre. Nous ne nous intéresserons ici qu'aux conclusions concernant le rôle des arbitragistes. Les parlementaires Britanniques posent un constat sans ambiguïté sur le rôle joué par les investisseurs de court terme dans le déroulé, et surtout dans la réussite, de cette offre. Ils commencent par relever<sup>902</sup> que cette offre mit en lumière le rôle joué par ces investisseurs. Les résultats de leurs auditions démontrèrent que l'offre réussit du fait de l'action d'investisseurs ne portant aucune espèce d'intérêt à l'évolution à long-terme de la société<sup>903</sup>. Ils relèvent aussi que la cause de ces stratégies de court terme réside principalement dans la délégation de gestion des investisseurs à des gestionnaires qui auront un investissement d'horizon à court-terme<sup>904</sup>. Le poids de ces investisseurs avec un horizon de court terme sera tellement important qu'ils seront en mesure d'imposer leurs vues aux actionnaires de long terme<sup>905</sup>, ce qui vient valider notre démonstration précédente<sup>906</sup>.

**327.** Le gouvernement de l'époque<sup>907</sup> partageait les mêmes vues que cette commission. Lors de son discours annuel à Mansion House en 2010, le Ministre de l'économie, Lord Mandelson, exprima clairement la nécessité d'avoir des investisseurs ayant un horizon d'investissement à long terme<sup>908</sup>. La charge contre les arbitragistes fût particulièrement violente<sup>909</sup>. Le Ministre mit en avant le fait que cette société avait une très longue histoire et employait des dizaines de milliers d'employés. Cependant, sa destinée fût décidée par certains de ses actionnaires qui n'étaient pas présents au capital quelques

---

<sup>902</sup> 4. Gouvernement Intervention, Rapport, p.22.

<sup>903</sup> §56 du Rapport : « *L'offre de Kraft sur Cadbury mis en avant le rôle central joué par les investisseurs institutionnels dans les offres importantes. Pendant cette enquête, Unite et le Professeur Bones (...), prétendirent que l'offre de Kraft sur Cadbury avait été contrôlée par des actionnaires qui n'avaient aucune sorte d'intérêt pour le futur à long-terme de la société. Comme le secrétaire général de Unite, Jack Domey, déclara, le futur de Cadbury fût décidé par "des hedge funds se comportant comme des jeunes loups qui se déplacent pour effectuer un profit rapide au détriment d'une icône Britannique"* ».

<sup>904</sup> §57 du Rapport : « *Le Professeur Bones déclara que le fondement pour le court-terme tient dans la structure du capital de la société avec des actionnaires intermédiés représentés par le gérant du fonds* ».

<sup>905</sup> §57 du Rapport : « *Les actionnaires de long-terme vont évidemment préférer continuer à détenir les actions jusqu'à ce que leur valeur augmente encore, mais ils ne vont pas de laisser submerger par les intérêts de court terme des actionnaires intermédiés* ».

<sup>906</sup> Supra n°289 et suivants.

<sup>907</sup> Il s'agissait du gouvernement de Gordon Brown.

<sup>908</sup> §60 du rapport citant le Mansion House Speech de Lord Mandelson du 1<sup>er</sup> mars 2010 : « *Depuis quelques années, le gouvernement Britannique a mené à bien un certain nombre de réformes d'importance pour encourager une bonne sorte de long-terme parmi les dirigeants de société, notamment à travers les devoirs des dirigeants dans le 2006 Companies Act. Nous avons besoin d'une prise en compte équivalente du long-terme parmi les propriétaires de la société, particulièrement les investisseurs institutionnels. Ces propriétaires de la société ont besoin de combiner l'activisme de court-terme sur la stratégie de la société avec l'engagement sur le développement à long-terme de la société qu'ils détiennent* ».

<sup>909</sup> §61 du rapport citant le Mansion House Speech de Lord Mandelson du 1<sup>er</sup> mars 2010 : « *Dans le cas de Cadbury et de Kraft, il est difficile d'ignorer le fait que l'importante société avec une longue histoire et plusieurs dizaines de milliers d'employés fût décidée par des gens qui ne détenaient pas la société quelques semaines auparavant, et qui n'avaient probablement pas l'intention de la détenir quelques semaines après* ».

semaines auparavant et n'avaient aucune intention d'y rester ne serait-ce que quelques semaines après. Le *Takeover Panel*, organe chargé de la régulation des offres publiques en Grande-Bretagne, prit acte de ces observations dans son document de consultation<sup>910</sup>, les mentionna dans son document de réponse<sup>911</sup> mais n'adopta pas les mesures évoquées.

**328. Les débats au Royaume-Uni. Acte II : le *Kay review*.** Le gouvernement de l'époque avait relevé, dans sa réponse au rapport de la *House of Commons*<sup>912</sup>, qu'il était nécessaire que les investisseurs agissent avec une vision à long terme. Le gouvernement mit en place un groupe de travail pour réfléchir<sup>913</sup> à ces questions et proposer des axes d'actions et de réflexions aux pouvoirs publics. Ce groupe de travail, dénommé le *Kay Review*, rendit deux rapports : un intérimaire et un définitif. Dans son rapport intérimaire<sup>914</sup>, le groupe de travail fit des constatations intéressantes. Il conclut aussi à l'évolution de l'actionnariat dans les sociétés cotées outre-Manche, ces dernières étant maintenant majoritairement détenues par des gérants professionnels, qui sont de moins en moins domiciliés au Royaume-Uni<sup>915</sup>. Il relevait aussi l'évolution du mode de détention des actions et particulièrement le fait que la détention économique puisse être détachée de la détention juridique<sup>916</sup>. Les nuances apportées par ce groupe de travail sont précieuses. Il relève ainsi que ce n'est pas parce que les investisseurs ont des objectifs à court terme que les compagnies doivent partager le même horizon à court terme. Il note que cela relève d'une profonde méconnaissance du fonctionnement des marchés financiers<sup>917</sup>, tout comme le fait que les investisseurs soient ceux qui financent la société, sauf s'ils ont participé à une augmentation de capital<sup>918</sup>. Il relève que le fonctionnement des marchés financiers doit être évalué selon un critère particulier :

---

<sup>910</sup> The Takeover Panel, Code Committee, Review of certain aspects of the regulation of takeover bids, 2010/22

<sup>911</sup> §2.5, The Takeover Panel, Code Committee, Review of certain aspects of the regulation of takeover bids, 2010/22: "Le Code Committee a consciencieusement examiné les préoccupations exprimées en relation avec la conduite des offres publiques en général et, plus particulièrement, les opinions exprimées par certains commentateurs que: (...) (ii) l'issue des offres, et particulièrement des offres hostiles, peut être influencée par les actions des investisseurs dit de "court-terme" (par exemple, des personnes qui prennent une participation dans la société cible seulement après qu'une offre ait été annoncée)".

<sup>912</sup> Government Response to the Business, Innovation and Skills Committee's Report on "Mergers Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Juillet 2010. Disponible sur internet (lien consulté le 15 décembre 2012): <http://www.official-documents.gov.uk/document/cm79/7915/7915.pdf>.

<sup>913</sup> Le gouvernement annonça ainsi le lancement d'un groupe de travail, mené par le Professeur Kay, sur cette question. Voir : <http://news.bis.gov.uk/content/Detail.aspx?ReleaseID=420053&NewsAreaID=2>. Lien consulté le 15 décembre 2012.

<sup>914</sup> The Kay Review of UK Equity markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012. Disponible sur internet, lien consulté le 15 décembre 2012 : [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/31544/12-631-kay-review-of-equity-markets-interim-report.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31544/12-631-kay-review-of-equity-markets-interim-report.pdf).

<sup>915</sup> §2.4 et 2.5 du Kay Review Interim Report.

<sup>916</sup> §2.6 du Kay Review Interim Report.

<sup>917</sup> §2.12 du Kay Review Interim Report.

<sup>918</sup> §2.13 du Kay Review Interim Report.

permettent-ils à la société de mener à bien des projets de développements à long-terme ou non ?<sup>919</sup> Ceci impliquant un engagement des actionnaires dans le contrôle des dirigeants des sociétés cotées. Ce contrôle des dirigeants n'est pas forcément correctement effectué par les investisseurs étant donné que ces derniers partagent des objectifs de court-terme<sup>920</sup>. Cependant, le contrôle que doivent effectuer les actionnaires sur les dirigeants est absolument central<sup>921</sup>. Outre ces constatations initiales, deux sections de ces travaux nous intéressent particulièrement. Dans la première, sur la société et son conseil d'administration<sup>922</sup>, le groupe de travail pose des constats intéressants. Il relève que les devoirs pesant sur les dirigeants de la société posent des questions particulières en cas d'offre publique, notamment lorsque l'acquéreur potentiel ne constitue pas, aux yeux des dirigeants, un choix pertinent pour le futur de la société<sup>923</sup>. Que peuvent faire les dirigeants si le prix de l'offre est correctement évalué ? Il ressort des constats effectués dans la pratique que le rejet de l'offre sera impossible si le prix est correct, même si le projet industriel proposé n'est pas pertinent<sup>924</sup>. Ce rapport met clairement en évidence le fait que ce sont les arbitragistes qui décident de l'issue de l'offre, et non plus des actionnaires institutionnels plus classiques qui prendraient en considération d'autres éléments que le seul prix<sup>925</sup>. Il ressort clairement de ces conclusions que, pour prendre le contrôle d'une société, l'essentiel est de proposer un prix qui reflète sa valeur, le projet industriel à long terme proposé par l'initiateur n'étant plus vraiment pris en compte par le marché<sup>926</sup>. La seconde question apportant des éléments intéressants dans le cadre de ce travail de recherche est celle consacrée aux gérants d'actifs<sup>927</sup>. Historiquement, les gérants d'actifs n'investissaient qu'avec des perspectives de long-terme<sup>928</sup>. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. Bien au contraire, la multiplicité des stratégies proposées, notamment par les *hedge funds*, tend vers un court-termisme accru. Les actions des gérants ayant des objectifs de court terme influent maintenant les dirigeants de sociétés et viennent les empêcher de prendre des décisions de long-terme<sup>929</sup>. L'ensemble des actionnaires ne sont pas court-termistes, c'est pour cela qu'une distinction doit être effectuée. L'un des apports principaux de ce groupe de

---

<sup>919</sup> §2.15 du Kay Review Interim Report.

<sup>920</sup> §2.16 du Kay Review Interim Report.

<sup>921</sup> §2.17 du Kay Review Interim Report.

<sup>922</sup> 3. The company and the Board du Kay Review Interim Report.

<sup>923</sup> §3.4 du Kay Review Interim Report.

<sup>924</sup> §3.5 du Kay Review Interim Report.

<sup>925</sup> §3.6 du Kay Review Interim Report.

<sup>926</sup> §3.7 du Kay Review Interim Report.

<sup>927</sup> 6. Asset Managers du Kay Review Interim Report.

<sup>928</sup> §6.1 du Kay Review Interim Report.

<sup>929</sup> §6.4 du Kay Review Interim Report.

travail est justement d'officialiser la distinction entre « *traders* » et « *investors* »<sup>930</sup>. L'ensemble des actionnaires d'une même société ne sont pas identiques et partagent des objectifs différents. Seuls les « *investors* » servent réellement les objectifs des marchés actions et contrôlent les dirigeants tout en prenant en considération les objectifs de long-terme de la société. A l'inverse, les « *traders* » investissent avec un horizon plus court et ne prennent pas forcément ces objectifs en considération. Ils permettent cependant une fixation correcte du prix et un apport de liquidité sur le marché. Le groupe de travail retient cependant immédiatement que cette différenciation n'est pas évidente à faire et que des investisseurs pourront toujours tomber dans ces deux catégories<sup>931</sup>. Il apparaît donc clairement qu'une telle distinction doit être effectuée mais qu'elle est justement extrêmement délicate à faire de manière précise.

**329.** Le groupe de travail remet son rapport final en juillet 2012<sup>932</sup>. Il relève tout d'abord que le court-termisme peut découler d'une sorte d'hyperactivité. Une hyperactivité dans la gestion empêche les actionnaires d'apporter suffisamment d'attention à l'ensemble des aspects de leurs investissements. Il commence par relever<sup>933</sup>, qu'en droit anglais, le premier devoir des dirigeants d'une société est d'assurer le développement de celle-ci sur le long terme. Il s'agit aussi d'une nécessité relevant de l'intérêt général de la communauté. Les dirigeants prenaient précédemment en compte ces perspectives mais durent évoluer du fait du développement des marchés financiers<sup>934</sup>. L'absence de développement d'une stratégie à long terme peut cependant se révéler dangereuse pour la pérennité de la société comme en témoignent certains exemples récents<sup>935</sup>. Le rapport final du groupe de travail vient conclure à une évolution de la structure de l'actionnariat des sociétés cotées. Alors qu'au départ l'actionnariat était composé par des investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurances<sup>936</sup>, l'évolution des marchés financiers conduisit à une détention du capital par

---

<sup>930</sup> §6.8 du Kay Review Interim Report.

<sup>931</sup> §6.11 du Kay Review Interim Report: *“La distinction entre investors et traders n'est pas forcément très claire. Tous les investisseurs considèrent le temps de leurs achat et vente à la lumière des conditions de marché, et beaucoup de stratégies arbitragistes sont fondées explicitement ou implicitement sur les caractéristiques de la société. Cependant, les différences dans les préoccupations et les activités sont moins marquées”*.

<sup>932</sup> The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, Juillet 2012. Le rapport est disponible sur internet (lien consulté le 15 décembre 2012) : <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>.

<sup>933</sup> *Ibid.*, §1.13.

<sup>934</sup> *Ibid.*, §1.18.

<sup>935</sup> *Ibid.*, §1.23. Ce fût notamment le cas des banques RBS et HBOS qui durent être privatisées suite à des stratégies de court-terme qui les conduisirent à la limite de la faillite, notamment en investissant massivement dans les subprimes.

<sup>936</sup> *Ibid.*, §3.2.

d'autres investisseurs, notamment étrangers<sup>937</sup>. A l'heure actuelle, la détention des actions se fait principalement par l'intermédiaire de sociétés de gestion<sup>938</sup> ce qui implique plusieurs évolutions notables par rapport la détention des actions anciennement en vigueur. Tout d'abord, les investisseurs ne détiennent plus directement les actions et sont donc dans l'impossibilité de contrôler les dirigeants et d'influencer sur la stratégie de la société. Ensuite, la notion de détention du capital est devenue plus difficile à employer. On peut ainsi être exposé économiquement à l'évolution d'une action sans pour autant la détenir directement, prendre les décisions d'achat ou de vente ou encore voter en assemblée générale<sup>939</sup>. Ainsi, un investisseur dans un *hedge funds* ne se sentira pas concerné par les décisions et prises de positions de ce dernier dans le cadre d'une offre publique. Dans la section 5<sup>940</sup> de son rapport, le groupe de travail s'intéresse plus particulièrement aux gérants d'actifs, dont les arbitragistes font majoritairement partie. Il reprend les conclusions précédemment émises dans le rapport intermédiaire sur la différenciation entre *traders* et *investors*<sup>941</sup>. Il relève ainsi l'existence d'une réelle distinction entre les gérants de fonds qui s'intéressent à la stratégie de la société et ceux qui ne s'intéressent uniquement au marché existant pour les actions de la société<sup>942</sup>. Comme relevé précédemment, cette distinction ne peut cependant être faite de manière claire et précise, bien que les *investors* détiennent généralement plus longtemps les actions que les *traders*<sup>943</sup>. Le critère de distinction, bien que difficile à mettre en œuvre, nous semble cependant être parfaitement pertinent. Il relève ainsi que les *hedge funds* sont responsables pour environ 37% des échanges sur les marchés financiers au Royaume-Uni, ce qui révèle une grande activité de leur part<sup>944</sup>. Le nouveau problème posé par ces fonds est qu'ils ont tendance à considérer que l'ensemble des informations sur la société sont contenues dans son prix, y compris celles relatives à son développement à long-terme. Ce n'est pas forcément le cas<sup>945</sup>. Le groupe de travail relève particulièrement que la recherche de performance des *hedge funds*

---

<sup>937</sup> *Ibid*, §3.3.

<sup>938</sup> *Ibid*, §3.8.

<sup>939</sup> *Ibid*, §3.12.

<sup>940</sup> 5. The Role of asset managers. The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, Juillet 2012

<sup>941</sup> *Ibid*, §5.3.

<sup>942</sup> *Ibid*, §5.2.

<sup>943</sup> *Ibid*, §5.4: "La distinction entre *investors* et *traders* n'est pas forcément très claire. Tous les investisseurs considèrent le temps de leurs achat et vente à la lumière des conditions de marché, et beaucoup de stratégies arbitragistes sont fondées explicitement ou implicitement sur les caractéristiques de la société. Tous les investisseurs ne visent pas des périodes de détention de long-terme : ni le devraient-ils nécessairement. Un actionnaire activiste qui souhaiterait mettre en place des changements dans la stratégie de la direction mais qui anticiperait que ces changements pourraient faire baisser le prix sur une courte période peut prévoir une vente plus tôt. Cependant les investisseurs tendent à détenir leurs actions plus longtemps que les *traders*, et les différences dans les préoccupations et les activités des investisseurs et *traders* ne sont pas moins marquées".

<sup>944</sup> *Ibid*, §5.5.

<sup>945</sup> *Ibid*, §5.11.

tendant vers une performance absolue devrait se faire en prenant en compte les perspectives à long terme des sociétés dans lesquelles ils investissent<sup>946</sup>. Les conclusions de ce second rapport viennent compléter celles du rapport intérimaire. Même si ses travaux ne portaient pas exclusivement sur le rôle des arbitragistes dans les offres publiques, ils viennent cependant renforcer nos conclusions précédentes sur le fait que certains de ces investisseurs sont motivés par des considérations de court terme et que les politiques qu'ils mènent sont de nature à influencer la société. Le gouvernement Britannique adopta l'ensemble des recommandations du *Kay Review* tout en laissant une grande part à l'autorégulation<sup>947</sup>.

**330. Les débats au niveau Européen : une réflexion plus générale et décevante sur le court-termisme actionnarial.** Le débat sur le court-termisme actionnarial n'est pas resté cantonné au Royaume-Uni. La commission européenne s'est aussi penchée sur le sujet. Deux remarques préalables doivent être faites. Contrairement aux rapports effectués sur l'offre de Kraft sur Cadbury, l'Union Européenne ne s'est pas restreinte au seul rôle des arbitragistes dans les offres publiques ou dans les prises de contrôle de sociétés cotées. Au contraire, son approche englobe de façon plus générale l'ensemble des gérants d'actifs et s'intéresse à l'horizon d'investissement de ces investisseurs en général et non uniquement en période d'offre publique sur la société. Les réflexions de la Commission Européenne se retrouvent ainsi dans son papier vert sur la question du gouvernement d'entreprise<sup>948</sup>. Elle relève tout d'abord que les investisseurs ont la liberté d'adopter la stratégie actionnariale et l'horizon d'investissement qui leur conviennent le plus et ne sont pas restreints en cela<sup>949</sup>. Elle relève ensuite que ces investissements à court terme sont généralement provoqués par les demandes de rendement à court terme des clients de ces investisseurs. Ces stratégies actionnariales semblent donc être de l'essence même de l'industrie de gestion d'actifs. La réflexion de la commission se porte surtout sur le fait que ces stratégies de court terme empêchent les investisseurs de correctement contrôler les dirigeants. Elle ne se penche pas sur leur rôle dans le cadre des offres publiques ou du changement de contrôle de la société. Elle se demande ainsi si des mesures doivent être prises pour que les gérants d'actifs adoptent un horizon d'investissement à plus long terme<sup>950</sup>. La réflexion européenne sur le court-termisme a donc le mérite d'exister mais est limitée au cadre de la *corporate governance*. Dans le même

---

<sup>946</sup> *Ibid*, §5.30.

<sup>947</sup> Nicolas Madeleine, Londres veut mettre fin au régime du court-termisme, Les Echos, 28 novembre 2012.

<sup>948</sup> European Commission, Green Paper, The EU corporate governance framework, Brussels, 5/4/2011. Com (2011) 164 final.

<sup>949</sup> §2.3 du livre vert.

<sup>950</sup> Question 14 du livre vert de la Commission Européenne.

paragraphe, sa seconde interrogation concerne en effet le manque de transparence autour des devoirs des gérants d'actifs<sup>951</sup>. Le livre vert se voulant le point de départ d'une consultation, la commission s'interrogea sur d'éventuelles mesures à prendre pour inciter les gérants à prendre en compte des considérations de long terme<sup>952</sup>. Elle publia une synthèse des réponses fournies<sup>953</sup>. Une faible majorité des personnes ayant répondu à la question était d'accord avec l'instauration de mesures qui auraient pour objet de favoriser une gestion de long-terme. Il s'agirait d'agir sur la rémunération des gérants d'actifs et les personnes ayant répondu sont en majorité favorables à des mesures législatives. Relevons que certaines citent le *Stewardship Code* anglais comme un modèle à améliorer. En ce qui concerne les mesures à prendre, la majorité sont en faveur d'actions venant augmenter la transparence autour de cette question et d'améliorer le lien entre la rémunération des gérants et les intérêts des investisseurs.

**331.** Il nous apparaît regrettable que la commission européenne restreigne ainsi son étude du court termisme aux questions de gouvernement d'entreprise et ne s'intéresse pas à cette question dans le cadre des offres publiques d'acquisition. Deux arguments peuvent être avancés pour démontrer que cette question doit être abordée au niveau européen. Tout d'abord, le droit des sociétés est de plus en plus régi par l'Union Européenne du fait du *corpus* de directives en la matière<sup>954</sup>. Surtout, le droit des offres publiques est régi par une directive européenne qui expose de manière claire et convaincante pourquoi cette question doit être régulée au niveau européen<sup>955</sup>. Nous avons démontré en quoi les stratégies de court-terme utilisées par les arbitragistes sont de nature à influencer une offre publique. Nous estimons donc que cette question fait partie intégrante du débat européen sur les offres publiques et doit être étudiée par les organes compétents de l'Union Européenne. De la même manière, les répercussions indirectes de l'action de ces arbitragistes sont généralement à l'échelle de l'Union Européenne. Ceci est particulièrement frappant si nous prenons l'exemple de l'offre de Mittal Steel sur Arcelor. Cette offre, qui a réussi grâce à la présence

---

<sup>951</sup> §2.3.3 et question 15 du livre vert.

<sup>952</sup> Question 14 du livre vert : « Y a-t-il des mesures à prendre et, dans l'affirmative, lesquelles, en ce qui concerne l'évaluation des performances et les structures d'incitation des gestionnaires d'actifs qui gèrent les portefeuilles d'investisseurs institutionnels à long terme? »

<sup>953</sup> Commission Européenne, Feedback statement, Summary of responses to the commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework, 15 novembre 2011. Document disponible sur internet (lien consulté le 17 décembre 2012) : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf).

<sup>954</sup> J. Armour et WG Ringe, European Company Law 1999-2010: Renaissance and crisis, Law working paper n°175/2011, Janvier 2011.

<sup>955</sup> Considérant 3 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

d'arbitragistes au capital de la société cible, a eu des répercussions au niveau de l'Union étant donné qu'Arcelor était une société regroupant les aciéries françaises, belges, espagnoles et luxembourgeoises. Notre propos n'est pas d'appeler à une protection accrue de certaines sociétés contre ces arbitragistes par l'Union Européenne ; cela serait d'ailleurs en totale contradiction avec la ligne suivie par cette dernière en matière de libre circulation des capitaux<sup>956</sup>. Nous relevons cependant que cette question ne peut pas être uniquement abordée au niveau des Etats Membres mais doit être prise en considération au niveau européen.

## **B. Un phénomène posant de nouveaux problèmes.**

**332.** En plus de la question centrale du court-termisme dans les offres publiques, les arbitragistes posent d'autres problèmes, tenant particulièrement à la présence d'importants conflits d'intérêts (1). L'arbitrage financier est aussi hautement critiquable car il repose sur une conception des offres publiques qui est critiquable en soit. On peut difficilement estimer que le marché soit pleinement efficient et que le seul prix de l'action reflète l'ensemble de l'information disponible sur la société. Dès lors, l'application des mathématiques financières sans autres critères de choix ne peut être satisfaisante quand il s'agit de décider du destin de la société (2).

### **1. Les problèmes techniques posés par les arbitragistes.**

**333.** Les arbitragistes viennent poser des questions de conflits d'intérêts et de perturbation du marché (a) mais aussi en ce qui concerne leur rôle d'actionnaire étant donné qu'ils n'ont aucune incitation pour contrôler les dirigeants (b).

---

<sup>956</sup> Cette approche a notamment été démontrée avec l'affaire Volkswagen : CJCE, C-112/05 *Commission v Germany*, 23 octobre 2007, ECR I-8995.

#### a. L'inefficience.

**334. Les conflits d'intérêts.** La question des conflits d'intérêts est généralement posée pour les actionnaires activistes, et particulièrement les *hedge funds*. Elle nous apparaît encore plus importante en ce qui concerne les arbitragistes, d'autant plus que les situations sont souvent identiques. Les arbitragistes vont généralement avoir des positions dans les deux sociétés en vendant à découvert les titres de l'initiateur et en achetant ceux de la cible. Leur intérêt sera donc dans la réussite de l'opération même si cette dernière va à l'encontre de l'intérêt de la société ou des autres actionnaires. Leur choix sur l'opération en ce qui concerne une société sera dicté par la participation qu'ils détiennent dans l'autre<sup>957</sup>. Ils auront intérêt à ce que l'opération réussisse non parce que cette dernière sera bonne pour la société ou créatrice de valeur à long terme mais parce qu'elle leur permettra de réaliser un profit avec leurs positions. Ce conflit d'intérêt sera renforcé par les risques financiers encourus en cas d'échec de l'opération. Leurs prises de positions financières en fonction de leur analyse de l'issue de l'offre les mettent en position de favoriser à tout prix l'issue de l'offre anticipée sous peine de subir de très fortes pertes. On est proche de l'anticipation auto réalisatrice Keynésienne propre à la théorie macroéconomique. Il est évident que d'autres acteurs connaîtront aussi des conflits d'intérêts, cependant les arbitragistes apparaîtront comme étant soumis à ce conflit, dans l'impossibilité de le surmonter. Ce conflit d'intérêt peut mener directement à la destruction de valeur actionnariale si l'opération n'en crée pas ou s'il vient favoriser une offre aux dépens d'une autre<sup>958</sup>. Il vient en tout cas, à notre sens, fortement vicier le mécanisme de l'offre publique étant donné que quelle que soit la pertinence stratégique d'une alternative à l'offre ou de l'indépendance de la société, et quelle que soit la création de valeur actionnariale pouvant être liée à l'échec de l'offre, les arbitragistes auront alors pour seul intérêt sa réussite. Ce conflit d'intérêt, liant la liberté de décision de ces actionnaires, sera un des éléments conduisant au succès artificiel de certaines offres. L'offre ne réussit pas sur ses mérites propres, sur sa pertinence financière, mais sur le fait que des arbitragistes auront anticipé sa réussite et se seront financièrement liés à celle-ci<sup>959</sup>.

---

<sup>957</sup> Marcel Kahan et Edward B. Rock, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 155 U. Pa. L. Rev., 2007, n°5, p.1073.

<sup>958</sup> Thomas W. Briggs, *Corporate governance and the new hedge fund activism: an empirical analysis*, J. Corp. L., Summer 2007, p.701.

<sup>959</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Should tender offer arbitrage be regulated?*, Duke L. J., 1978, p.1028.

**335.** Un autre conflit d'intérêt est présent entre la vision à très court-terme des arbitragistes et celle à plus long terme de certains investisseurs<sup>960</sup>. Relevons cependant que même si les intérêts de ces différents acteurs seront opposés, et donc en conflit, ils ne feront alors que découler des stratégies suivies et ne viendront pas empêcher ou altérer la capacité de choix des arbitragistes ou des autres actionnaires pendant l'offre, contrairement au conflit d'intérêt créé par les engagements financiers pris sur les deux sociétés.

**336. La perturbation du marché.** Un autre point de questionnement est de se demander si les arbitragistes ne viennent pas perturber le bon fonctionnement du marché pendant la période d'offre publique. Normalement, les marchés financiers, selon l'hypothèse classique, doivent se comporter de manière efficiente. Le prix de l'action de l'émetteur reflétera l'ensemble des informations disponibles sur cette société<sup>961</sup>. Selon une partie de la doctrine, les fonds arbitragistes viendraient empêcher le fonctionnement efficient des marchés financiers<sup>962</sup>. L'auteur relève ainsi que selon la théorie de l'efficience le prix de l'action, suite à l'annonce de l'offre publique, devrait rapidement refléter les fondamentaux de la société ainsi que la prime proposée par l'initiateur de l'offre<sup>963</sup>. Cependant, l'entrée au capital des arbitragistes vient perturber l'efficience du marché. En premier lieu, et comme nous l'avons déjà relevé en dehors de toute analyse économique<sup>964</sup>, l'intervention des arbitragistes viendra créer des dissensions parmi les actionnaires de la société cible. Ces derniers prendront en considération le potentiel de l'action à long terme contrairement aux arbitragistes. On retrouve clairement la distinction entre « *investor* » et « *trader* » présente dans le *Kay Review*<sup>965</sup>. Selon la doctrine économique cette différence de vue entre les actionnaires conduit à une valorisation irrationnelle du titre étant donné que tous les investisseurs n'auront pas la même approche. Les deux catégories d'actionnaires accorderont une valorisation différente aux titres en fonction des perspectives qu'ils prennent en compte. En tout état de cause, ce dernier ne reflétera plus correctement l'ensemble des informations disponibles sur la société ainsi que la prime offerte par l'initiateur de l'offre. En second lieu, les arbitragistes viennent aussi perturber l'hypothèse selon laquelle l'ensemble des investisseurs ont un accès égal au marché. Les auteurs relevaient que les arbitragistes avaient des coûts de transaction moindre que les autres investisseurs. Il s'agit cependant d'un argument probablement pertinent sur les marchés

---

<sup>960</sup> RH Maatman et Geert T.M.J Raaijmakers, *Hedge funds in company law: virus or vaccine?*, Maastricht Faculty of Law Working Paper, p.14.

<sup>961</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, p.1015 et suivantes.

<sup>962</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, p.1023 et suivantes.

<sup>963</sup> Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, p.1023 et suivantes.

<sup>964</sup> *Supra* n°298.

<sup>965</sup> *Supra* n°328.

actions américains mais qui ne nous semble pas pouvoir être retenu dans le cadre de cette étude<sup>966</sup>. On peut cependant probablement retenir que les arbitragistes ont une plus grande habitude d'intervenir sur les marchés financiers, et ont à ce titre des tarifs privilégiés.

#### b. L'absence d'incitation à contrôler les dirigeants.

**337. L'absence d'intérêt dans le contrôle des dirigeants.** On peut estimer que le comportement d'un actionnaire dans le cadre d'une offre publique sera particulièrement lié à sa capacité et à sa détermination à contrôler l'action des dirigeants. On peut se demander si les arbitragistes vont avoir un intérêt à contrôler les dirigeants. Rien ne paraît moins sur. Il apparaît tout d'abord que la majorité des investisseurs ne remplissent pas ce rôle à l'heure actuelle. Cet état de fait est relevé par le livre vert de la commission européenne<sup>967</sup>. Ce désengagement a de multiples raisons comme l'incertitude pesant sur le retour sur investissement et les coûts d'un tel engagement. Les investisseurs craignent de supporter des coûts et de faire bénéficier les autres investisseurs des bénéfices de ces investissements, sans que ces derniers n'aient à en supporter les coûts réels. Ce désengagement était aussi relevé dans le *Kay review*<sup>968</sup>. Dès lors, dans ce mouvement général, il semble peu probable que les arbitragistes prennent une part active au contrôle des dirigeants. Cela est renforcé par le fait que, contrairement aux activistes, les arbitragistes vont rester peu présents au capital de la société. Uniquement le temps de réaliser leur arbitrage. Ils n'auront donc matériellement pas le temps de, ne serait-ce que s'intéresser au contrôle des dirigeants. Contrôler les dirigeants suppose en effet de prendre le temps de les évaluer sur plusieurs exercices. Cela suppose aussi d'étudier en profondeur la stratégie déployée dans le passé, et la confronter aux résultats obtenus. Enfin, cela suppose d'étudier la stratégie proposée pour le futur et de se demander si elle est à la fois réaliste, pertinente et si une autre stratégie ne pourrait pas produire de

---

<sup>966</sup> Les auteurs font en effet référence à une réglementation particulière aux Etats-Unis, dont il n'est même pas certain qu'elle soit encore en vigueur. Jeffrey Stephen Turner, *Ibid*, note de bas de page 130 et suivantes.

<sup>967</sup> Commission Européenne, Livre vert de la commission européenne sur le cadre du gouvernement d'entreprise, 5 avril 2011, §2.1 : « Dans son acception communément admise, l'implication des actionnaires consiste à exercer un contrôle actif sur l'entreprise, à dialoguer avec son conseil d'administration et à exercer leurs droits, parmi lesquels le vote et la coopération avec les autres actionnaires, s'il y a lieu, pour améliorer la gouvernance de l'entreprise détenue et favoriser la création de valeur à long terme. Même si l'implication d'actionnaires à court terme peut avoir un effet positif, la notion d'implication désigne généralement des activités dont les bénéfices pour les actionnaires se font sentir à long terme ».

<sup>968</sup> §2.16, The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012 et 5. The Role of asset managers, The Kay Review of UK Equity markets and long-term decision making, Final Report, Juillet 2012.

meilleurs effets. En étant aussi peu présents au capital de la société, on voit difficilement comment les arbitragistes pourraient remplir cette fonction. On peut donc estimer qu'ils vont ici manquer à la fonction qui leur est économiquement conférée par le marché. Ils n'ont aucun intérêt à la remplir. Ils ne seront certes pas les seuls. Ce désengagement vient cependant marquer leur absence de prise en compte des questions autres que celles relevant de la valorisation de l'offre.

**338. L'absence de contrôle des dirigeants démontre l'absence d'intérêt pour la société.** Notre hypothèse est que si un investisseur est impliqué dans le contrôle des dirigeants de la société, il prendra en compte tout un ensemble de considérations pour décider d'apporter une offre sur les titres de la société. A l'inverse, un investisseur ne s'intéressant qu'à l'écart de cours créé par l'offre et cherchant à réaliser un arbitrage financier ne sera pas intéressé dans le contrôle de l'action des dirigeants. Il s'agit donc d'un critère important. Les arbitragistes ne rempliront clairement pas ce rôle, ce qui constituera une preuve supplémentaire de leur désintérêt pour la société dans laquelle ils investissent. Les autres investisseurs pourront ne pas remplir ce rôle. Cependant, les arbitragistes ne se donnent même pas la possibilité de remplir cette fonction. Cette impossibilité matérielle est aussi problématique dans le cadre des offres publiques. On peut cependant estimer qu'elle ne vient pas remettre en cause la théorie du *market for corporate control*<sup>969</sup>. Cette dernière suppose que les dirigeants qui géreront mal leur société verront cette dernière ciblée par une offre publique car elle sera, *in fine*, sous-valorisée par le marché. Cette sous-valorisation existera toujours du fait de cette mauvaise gestion et la société mal gérée risquera toujours une offre hostile. Ce qui est en cause est donc le manque d'engagement de ces actionnaires dans le contrôle en général de l'entreprise. La théorie du *market for corporate control* n'implique pas un contrôle des dirigeants. Cependant, même si l'arbitrage est en accord avec cette théorie, cela ne signifie pas qu'il soit bon pour autant. Il ne se basera toujours que sur des critères de valorisation. Il est difficile d'y voir la démonstration du fait que les arbitragistes contrôleraient ainsi les dirigeants. Ils ne font que se positionner sur les conséquences de la gestion de ces derniers. On peut donc conclure que l'absence de contrôle effectif des dirigeants, c'est-à-dire l'absence d'analyse de leurs performances et des stratégies proposées pour l'avenir, tend à démontrer leur absence d'intérêt pour la société et ses perspectives d'avenir en général.

---

<sup>969</sup> H.G Manne, *Mergers and the market for corporate control* (1965), 73 *Journal of Political Economy* 110.

## 2. La remise en cause du système.

**339.** Le système des offres publiques d'acquisition est fondé sur la théorie du marché efficient selon laquelle le prix de l'action à un moment donné reflète l'ensemble des informations disponibles sur la société à cet instant (a). Cette remise en cause pose problème étant donné que l'autonomie de la décision des acteurs financiers tend à être remise en cause du fait du développement des mathématiques financières (b).

### a. Le marché efficient : un fondement remis en cause.

**340. Le marché efficient : fondement de la réglementation.** La théorie du marché efficient signifie que les marchés sont efficientes lorsque l'information publique disponible est totalement reflétée dans le prix des actions sur les marchés<sup>970</sup>. Cette théorie repose sur un modèle économique dénommé le *capital asset pricing model* (CPAM) fondé notamment sur une certaine rationalité des investisseurs<sup>971</sup>. La valeur d'une action doit donc normalement refléter les revenus futurs de la société tels qu'anticipés avec l'information actuellement disponible<sup>972</sup>. Cette théorie veut que le prix reflète alors l'ensemble des perspectives d'évolution financière de la société qu'elle soit à court, moyen ou long-terme.

**341.** Cette théorie apparaît comme étant l'un des fondements de la réglementation des marchés financiers et des offres publiques<sup>973</sup>. Selon la théorie économique<sup>974</sup>, il existe un marché du contrôle des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Alain Pietrancosta a d'ailleurs démontré que la législation française tendait à

---

<sup>970</sup> The Kay Review of UK Equity Markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012, n°4.1: "En parlant rapidement, cette théorie veut que les marchés soient "efficient", cela signifiant que l'information publique disponible est reflétée dans le prix du marché. Dans sa forme simple, cette théorie n'est pas contestable".

<sup>971</sup> *Ibid.* « Le framework est celui dans lequel toute information potential est connue de tous les acteurs du marché, ou au moins que les acteurs du marchés agissent comme telle. Ces acteurs de marché se comportent "rationnellement", en particulier avec un sens de la rationalité qui requiert une certaine constance dans le comportement et implique une approche probabilistique pour anticiper le risque. Ce concept de "rationalité" est transmis sans distortion à travers la chaine d'investissement de manière à ce que chacun, de l'analyste financier au dirigeant de la société croit dans la ligne avec l'intérêt ersonnel « rationnel » des autres bénéficiaires ».

<sup>972</sup> *Ibid.*, 4.4.

<sup>973</sup> *Ibid.*, 4.15. Il en va comme cela dans quasiment toutes les juridictions, le Kay Review relevait d'ailleurs : « Les politiques de regulation ont été influences par l'idée que le monde peut être décrit par l'hypothèse du marché efficient, et que si ce n'est pas le cas les gens se comportent alors d emanière « irrationnelle » et doivent être incités à ce conformer à cette théorie par l'éducation et la fourniture de l'information appropriée ».

<sup>974</sup> H.G Manne, Mergers and the market for corporate control (1965), 73 Journal of Political Economy 110.

favoriser le fonctionnement de ce marché du contrôle<sup>975</sup>. Le prix reflétant la valeur de l'entreprise à partir de sinformations disponibles, les dirigeants ont tout intérêt à bien gérer la société sous peine de voir cette dernière être la cible d'une offre publique d'un tiers estimant qu'il serait mieux à même de gérer cette dernière. Pour que la théorie du marché du contrôle fonctionne, elle dépend intrinsèquement de celle liée à la fixation du prix. Si le prix de l'offre corespond aux perspectives d'avenir du nouvel ensemble et que le prix du cours aux perspectives d'avenir de la société restant indépendante alors les actionnaires ont à arbitrer entre les deux. Dans un schéma pareil, leur fonction d'allocation du meilleur actif<sup>976</sup> est relativement simple, ils n'auront qu'à choisir l'offre la plus élevée car ce sera celle qui traduira le plus grand avenir pour la société. Dans un tel schéma l'actionnaire n'a qu'à apporter ses titres au plus offrant et son rôle se cantonne à se choix relativement simple.

**342.** Selon cette approche, reposant intrinsèquement sur le fait que le cours de l'action et le prix de l'offre, reposent sur l'ensemble de l'informaiton disponible, l'arbitrage financier ne peut être que bénéfique et n'est pas critiquable<sup>977</sup>. Au contraire, l'ensemble des actionnaires devrait se convertir à ce comportement actionnarial étant donné qu'il s'agit du meilleur moyen de séparer le bon grain de l'ivraie, à savoir les deux stratégies proposées. On peut même estimer que cette théorie est indépendance de celle du marché du contrôle. A partir du moment où la valorisation de l'offre est supérieure à celle du cours de bourse cela signifie que l'offre est meilleur et doit être acceptée si les actionnaires juge que la valorisation est correcte.

**343. Un fondement remis en cause.** Le marché efficient est aujourd'hui remis en cause par de nombreux observateurs des plus sérieux des marchés financiers. Des interrogations se posent sur le modèle en général, en dehors des situations d'offres publiques, notamment sur la capacité de ce modèle à réellement prendre en compte les perspectives à long-terme de la société. On peut douter que ces perspectives soient parfaitement reflétées dans le prix des actions de la société<sup>978</sup>. Ces modèles de valorisation reflètent donc un haut niveau d'abstraction. On peut même identifier trois facteurs pouvant conduire le modèle à diverger de la valeur réel du titre financier : l'information sur le futur de la société est forcément spéculative et imparfaitement transmise ; il peut y avoir des divergences et des

---

<sup>975</sup> Alain Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse Paris I, 1999, n°1603.

<sup>976</sup> Alain Pietrancosta, *Ibid.*, n°1857.

<sup>977</sup> Entretien avec Bertrand Durupt, Géraldine Périchon, Direction des émetteurs – division des offres publiques, Autorité des Marchés Financiers, Laurent Schwager, 13 février 2013.

<sup>978</sup> *Ibid.*, 4.5

intérêts différents dans la chaîne d'investissement ; les agents économiques n'agissent pas forcément de manière rationnelle<sup>979</sup>. La crise financière semble d'ailleurs avoir fortement contribué à remettre en cause ce modèle, notamment lorsque le Gouverneur de la Banque Centrale Européenne reconnut à l'époque que les modèles économiques existants « *semble incapable d'expliquer ce qui est en train de se passer d'une manière convaincante* »<sup>980</sup>.

**344.** L'efficacité des marchés financiers a aussi été remis en cause par les acteurs et notamment les dirigeants d'entreprises qui ne retrouvent pas manifestation de cette théorie dans la vie quotidienne de leurs entreprises, notamment lors des opérations de rapprochement. A cette fin, l'expérience d'AXA, et de son P-DG Claude Bébéar, dans le rachat de la société Equitable est particulièrement intéressante. A la question « *Faites vous confiance au marché ?* », ce dernier répondit « *En ce qui me concerne, le marché s'est toujours trompé. Quand nous avons racheté Equitable, le titre AXA a été divisé par deux. Et les mêmes analystes, deux ans après, criaient au génie. Les marchés efficients, c'est du baratin ! Cela ne veut pas dire qu'il ne faut pas entrer en Bourse. Mais il faut savoir à quoi l'on s'expose. Il faut avoir les épaules pour supporter des variations de Bourse considérables. La Bourse est utile pour offrir de la liquidité aux titres mais elle comporte des effets pervers. Quant au cours de Bourse, tout le monde sait bien qu'il ne reflète pas la vraie valeur de l'entreprise. La meilleure preuve est que lorsqu'on achète une entreprise, on ne paie jamais le prix affiché... Nous sommes allées trop loin dans le capitalisme financier. L'entreprise a besoin de moyen et long-terme. Or les investisseurs traditionnels de long-terme sont devenus court-termistes à cause de la réglementation. (...)* »<sup>981</sup> (passages soulignés par nos soins). Ce témoignage traduit bien la défiance à l'écart du marché efficient en général, qui rejoint le constat de certains universitaires<sup>982</sup>. Cette défiance est particulièrement forte en ce qui concerne les opérations de rapprochement. Il apparaît que les marchés ont du mal à valoriser les sociétés

---

<sup>979</sup> *Ibid*, 4.10.

<sup>980</sup> *Ibid*, 4.19. Discours de Jean-Claude Trichet, Président de la Banque Centrale Européenne, Frankfurt le 18 novembre 2010.

<sup>981</sup> Nicolas Barré et Henri Gibier, Entretien avec Claude Bébéar, Les Echos, 09/04/2013.

<sup>982</sup> Il apparaît ainsi évident que les acteurs de marché n'agissent pas forcément de manière rationnelle. Interview de Elyès Jouini, vice-président de l'Université Paris-Dauphine sur « Le retour des risques cachés de la finance » par Nicolas Barré, Les Echos, 28 mai 2013. Cahier spécial « L'art de la finance : Dans la crise, la finance ne questions » : « *La finance est-elle irrationnelle ? – Pendant longtemps, le modèle de base reposait sur la rationalité des agents. Rationalité entendue dans un sens très fort puisqu'on supposait que les individus étaient capables d'appréhender toutes les informations disponibles, de les intégrer dans leurs raisonnements, d'en déduire tous les scénarios possibles, d'avoir une estimation la plus pertinente possible de la probabilité de tous ces scénarios et que, soumis aux mêmes informations, deux individus auraient la même représentation des futurs possibles ! Evidemment, on sait bien que ça n'est pas le cas. Le simple fait que deux analystes financiers aient des avis différents montre bien que, même chez des personnes bien informées, ce n'est pas parce qu'on partage la même information qu'on a la même représentation du futur (...)* ».

engagées dans des opérations de rapprochement. Le marché ne semble pas être efficient, c'est-à-dire que l'information disponible et prévisible sur la société ne permet pas de former un prix pour l'action qui soit pertinent, lorsqu'il s'agit de valoriser les titres de deux sociétés cotées engagées dans une opération de rapprochement. Il apparaît en effet difficilement concevable que le marché puisse être efficient dans cette situation étant donné que les informations seront par nature incertaines tant les effets des rapprochements sont difficiles à appréhender. Cela tend à démontrer que la pratique de l'arbitrage financier, qui se fonde sur le prix de l'action, n'est pas forcément pertinent. Si les marchés étaient parfaitement efficients, alors l'arbitrage devrait être encouragé étant donné que si l'offre est correctement valorisée et que son prix est supérieur au prix du marché, dès lors l'offre serait nécessairement bénéfique pour la société cible. Étant donné que la pratique dément cette efficacité et qu'il apparaît hypothétique que le prix incorpore l'ensemble des informations à long-terme, l'arbitrage financier paraît beaucoup plus discutable. On ne peut se fonder uniquement sur le prix pour savoir si l'offre est pertinente à long terme pour la société étant donné que ce prix ne représentera pas forcément le développement de la société à long-terme. Dès lors, il est nécessaire de prendre en compte d'autres critères et donc de ne pas fonder la décision d'accepter ou de refuser l'offre sur le seul prix proposé par l'initiateur.

#### b. L'autonomie de la prise de décision.

**345. La place des mathématiques financières.** L'évolution de la pratique vient poser de nouvelles questions quant à la décision prises concernant l'offre publique. La vision purement financière de la société conduit les investisseurs à considérer son prix comme étant le critère déterminant. Le prix étant un élément mathématique on a assisté ces dernières décennies au développement des mathématiques financières pour aider dans les décisions d'investissement puis, finalement, prendre ces décisions d'investissement. Le développement du *trading* haute fréquence où les ordres d'achats ou de ventes sont pris par des ordinateurs qui tiennent compte des informations publiées témoignent du basculement de la pratique. La question centrale devient donc celle de la programmation la plus optimale du logiciel pour qu'il anticipe au maximum les questions entourant la décision d'investissement et prenne la bonne. Cela vient renforcer un effet de mimétisme des investisseurs qui risquent d'agir de la même manière selon l'approche mathématique de la situation financière. Surtout, ce seront les

résultats d'un calcul mathématique qui détermineront l'attitude que l'actionnaire doit adopter. Il apparaît alors que ce dernier ne prendra pas en compte les éléments qui ne peuvent pas se refléter dans le prix. Il apparaîtra alors compliqué de le convaincre par des éléments tenant à une vision à long-terme de l'entreprise.

**346.** Les actionnaires se reposent sur les analyses des mathématiques qui sont utilisées pour décider de la politique d'investissement et en prennent plus réellement eux-mêmes les décisions. Ceci est particulièrement le cas pour l'arbitrage dans les offres publiques. Les actionnaires pratiquant cet arbitrage, les *hedge funds* comme les banques d'investissement, programment des ordinateurs qui analyseront la situation à leur place<sup>983</sup>. Ce seront donc ces ordinateurs, par des approches mathématiques, qui décideront ou non d'apporter les titres à l'offre publique. Cette approche apparaît convenable si le marché est efficient et que l'outil informatique est en mesure de prendre la décision. Dans ce cas, il effectuera le choix entre la meilleure offre. Etant donné que le marché ne semble pas totalement efficient en période d'offre publique et qu'il apparaît que l'ensemble des informations ne sont pas forcément reflétées dans le prix de l'action on peut alors se demander si cette évolution ne vient pas perturber la prise de décision dans le cadre d'une offre. L'investisseur prendra en compte le prix de l'offre mais aucun autre élément permettant de prendre une décision éclairée sur l'offre. Il ne pourra tout particulièrement pas prendre en compte les éléments de long-terme dont la valorisation dans le prix semble compliquée à mettre en œuvre. Un actionnaire faisant reposer la décision sur un outil informatique ne semble donc pas en mesure de jouer son rôle dans le cadre des offres publiques.

**347. Une approche désincarnée de la société.** Cette analyse et cette prise de décision mathématique viennent renforcer une approche désincarnée de la société. L'investisseur considère que cette dernière se reflète parfaitement dans son titre financier et dans le prix de ce dernier. Dès lors, l'investissement guidé par des variables mathématiques devient possible. Aucune différence n'est clairement effectuée entre les actions d'une société et d'autres titres financiers. Lorsque l'approche de l'investissement sera mathématique, l'investisseur jouera sur le comportement du marché mais sa décision d'investissement ne reposera pas sur les fondamentaux de la société. Il s'agit d'une évolution majeure dans le droit des sociétés. C'est une rupture fondamentale avec la vision d'un actionnaire, personne physique, investissant en fonction d'une analyse qu'elle a elle-même développée, de ses convictions propres. Dans une

---

<sup>983</sup> Entretien avec Bertrand Durupt, Géraldine Périchon, Direction des émetteurs – division des offres publiques, Autorité des Marchés Financiers, Laurent Schwager, 13 février 2013.

approche mathématique, le gérant est plus un mathématicien cherchant la meilleure formule pour programmer le logiciel qu'un analyste financier se faisant une opinion personnelle sur les fondamentaux de la société et prenant une décision en conséquence.

**348.** Cette question pose des problèmes juridiques nouveaux. On peut notamment se demander si les liens avec la société sont vraiment ceux d'un actionnaire souhaitant s'associer au contrat social entre les actionnaires qu'est la société. Dès lors que la décision d'investir découle d'une analyse mathématique et non d'une étude puis d'une adhésion au modèle économique et à la stratégie de la société, l'actionnaire agissant ainsi doit-il être réellement considéré comme un actionnaire ? L'utilisation des mathématiques financières vient poser la légitimité de l'investisseur se fondant sur cette analyse à investir dans la société et à être considéré à égalité avec les autres actionnaires. On peut se demander s'il n'y aurait alors pas une légitimité différente entre les différents actionnaires en fonction du degré d'investissement dans la prise de décision. En tout état de cause, l'irruption des mathématiques financières viennent poser problème dans le cadre des offres publiques. Certains investisseurs prendront leur décision d'apporter leurs titres à l'offre, ou non, en fonction de calculs mathématiques et non après une analyse des fondamentaux de la société.

## **§2. L'absence de corrélation entre l'arbitrage et la vision de l'actionnaire pendant l'offre publique.**

**349.** Le législateur a une certaine vision de l'actionnaire et souhaite s'assurer que ce dernier ait une information complète. L'information spécifique aux offres publiques donne la possibilité aux investisseurs d'apprécier les conséquences de l'offre sur le long terme et donc de faire leur choix avec un tel horizon de temps. Elle dépasse largement la seule question du prix de l'offre public, même si cet aspect demeure central dans cette information (A). L'arbitrage financier sur le risque d'échec de l'offre ne prenant pas en compte cette information ne correspond pas à cette vision. Ce comportement ne correspond pas à celle d'un actionnaire prenant en compte une pluralité d'information et ne se donnant pas son seul intérêt financier à court-terme comme critère unique pour son choix (B).

## **A. L'information : la vision d'un actionnaire impliqué sur le long-terme.**

**350.** Le législateur a instauré un régime d'information spécifique à l'occasion des offres publiques d'acquisition. Cette information provient de l'initiateur et de la société cible. Le législateur impose aux parties de fournir une information complète sur l'offre, leur appréciation et les conséquences attendues (1). Elle traduit une vision d'un actionnaire prenant sa décision d'accepter ou de refuser l'offre en prenant en compte des critères financiers mais aussi en tenant compte de la société dans un ensemble plus large (2).

### **1. L'information communiquée à l'occasion d'une offre publique**

**351.** Le législateur et le régulateur imposent à l'initiateur de communiquer une information sur son offre et ses intentions pour la société cible (a). La société cible devra aussi communiquer une information spécifique au marché. Il s'agira de son appréciation de l'offre et des éléments d'information qu'elle peut apporter dessus (b).

#### **a. L'information communiquée par l'initiateur.**

**352. L'information financière.** L'information devant être communiquée à l'occasion de l'offre publique a été clairement déterminée par le législateur et le régulateur<sup>984</sup> et est encadrée par la directive européenne<sup>985</sup>. La réglementation<sup>986</sup> se caractérise par toute une section consacrée à cette information spécifique dans le règlement général de l'AMF<sup>987</sup> et par une instruction du régulateur sur la question<sup>988</sup>. L'information transmise par l'initiateur devra décrire quelle est la teneur de l'offre. Il s'agit du cœur de cette information. Elle devra décrire quels sont les titres concernés par l'offre et le prix offert en cas d'offre d'achat. Dans le cas

---

<sup>984</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, Information et communication dans les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis, n°1110 et suivants.

<sup>985</sup> Article 6.2 et 6.3 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>986</sup> *Ibid*, n°1112.

<sup>987</sup> Section 5 sur le contenu du projet de note d'information et de note en réponse, du Titre III (sur les offres publiques d'acquisition) du Livre II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers.

<sup>988</sup> Instruction AMF n°2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition.

d'une offre d'échange, il faudra alors informer sur la parité d'échange retenue par l'initiateur. Plus largement, cette information doit donner des renseignements sur le financement mis en place pour cette opération et sur les conséquences que cela pourrait avoir sur la société initiatrice de l'offre. Notons déjà que le régulateur impose, à travers ces enjeux du financement, de donner des éléments pour que les actionnaires puissent prendre en compte les risques de long-terme pesant sur l'initiateur suite à cette opération. L'initiateur doit aussi indiquer s'il détient déjà des titres, information importante en cas d'offre publique obligatoire dans laquelle le prix ne peut être inférieur aux achats précédemment effectués sur le marché<sup>989</sup>. La question du prix, ou de la parité d'échange, retenue sera absolument centrale. Cette présentation devra aussi contenir les critères de valorisation, les caractéristiques propres de la société visée qui auraient pu influencer sur la valorisation et éventuellement les conditions du marché sur lequel le titre est coté. L'instruction impose une information détaillée sur la question de la valorisation et la détermination de cette dernière<sup>990</sup>. Elle demande aussi de préciser quels critères de valorisation peuvent être utilisés par l'initiateur<sup>991</sup> ; ce dernier pouvant éventuellement les écarter en le justifiant. L'initiateur devra donner des éléments de comparaison en cas d'offre d'échange pour que les investisseurs puissent apprécier la parité de l'offre. L'initiateur devra enfin fournir une information sur le calendrier prévisionnel de l'offre, cette information étant par essence prévisionnelle étant donné qu'elle est suspendue à l'absence de surenchère<sup>992</sup>.

**353.** L'information financière est un élément essentiel de l'offre publique. L'information sur la valorisation est même absolument centrale. Il s'agira, si l'on peut dire, et en faisant un parallèle avec le droit civil, de l'un des éléments essentiels de l'offre<sup>993</sup>. Un

---

<sup>989</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, n°1114.

<sup>990</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, n°1114. L'instruction précise : « *Le prix ou la parité proposés sont accompagnés de plusieurs éléments d'appréciation, ainsi que le cas échéant des hypothèses sous-jacentes, représentant chacun une approche différente, significatifs par rapport à la nature économique de l'opération et aboutissant chacun au calcul d'une prime ou d'une décote par rapport à ce prix ou à cette parité* ».

<sup>991</sup> Instruction AMF n°2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition : « *Peuvent être présentés, selon les circonstances de l'offre et les caractéristiques de la société :*

- *les moyennes de cours de bourse établies sur des périodes s'achevant à la séance précédant la publication du communiqué relatif au dépôt du projet d'offre et éventuellement à une date antérieure justifiée par l'initiateur ;*
- *les ratios de rentabilité ou de rendement ;*
- *les comparaisons boursières ;*
- *les références à d'éventuelles évaluations financières réalisées en dehors de toute opération ou dans le cadre d'opérations financières récentes ;*
- *ainsi que tout autre élément pertinent retenu par l'initiateur.*

*Dans tous les cas, les choix effectués par l'initiateur ou ses conseils pour sélectionner les éléments présentés ou pour écarter l'une des méthodes d'évaluation listées sont dûment justifiés ».*

<sup>992</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, n°1114.

<sup>993</sup> Alain Bénabent, Droit Civil, Les obligations, Domat droit privé, Montchrestien, 11<sup>ème</sup> édition, n°65.

actionnaire serait dans l'incapacité de prendre une décision sur cette offre sans détenir cette information. Même s'ils seront appelés à prendre en compte d'autres critères la valorisation de la société sera donc généralement d'une importance cruciale pour les actionnaires lorsqu'ils prendront leurs décisions. Les actionnaires refuseront d'apporter leurs titres à une offre sous-valorisée. Ils feront donc leurs propres analyses pour estimer à quel prix ils peuvent apporter leurs titres à l'offre. C'est pourquoi il est fondamental que les actionnaires puissent être en mesure d'évaluer la manière dont la valorisation de la société cible a été effectuée. Cette question des outils de valorisation a déjà donné lieu à un contentieux fondateur outre-Atlantique à l'occasion d'une offre publique au cours de laquelle la méthode de valorisation de la société était contestée. Le juge a été amené à se prononcer sur la méthode utilisée par la banque d'affaires conseillère de l'initiateur et de valider cette dernière<sup>994</sup>. Cette partie de l'information sera probablement, pour les actionnaires, la plus importante de celles fournies par l'initiateur. Cette distinction n'est que pratique étant donné qu'aucune distinction formelle n'est effectuée dans les textes.

**354. L'information extra-financière.** L'initiateur doit bien entendu, et en premier lieu, dévoiler son identité de manière à pouvoir être identifié précisément par les actionnaires<sup>995</sup>. Cet élément formel est déterminant : un initiateur inconnu perdra en crédibilité et pourra voir son offre disqualifié de ce seul critère. Un exemple frappant avait été l'annonce d'une OPA sur Eurodisney SCA par un initiateur totalement inconnu du marché qui ne réussit qu'à obtenir l'ouverture d'une enquête par le régulateur sur ses agissements<sup>996</sup>. L'initiateur de l'offre doit indiquer aux actionnaires de la société cible quelles sont ses intentions à moyen terme, notamment en ce qui concerne les politiques industrielles et financières des deux sociétés<sup>997</sup>. Ceci démontre que le régulateur entend que soit donné des éléments d'information aux actionnaires pour que ces derniers puissent évaluer les conséquences de l'offre à moyen terme. L'initiateur devra alors présenter un projet crédible pour séduire les actionnaires, sans pour autant être trop précis au risque de devoir revenir sur

---

<sup>994</sup> Thompson, "A Lawyer's Guide to Modern Valuation Techniques in Mergers and Acquisitions" (1996) 21, J. Corp. L., 457.

<sup>995</sup> Instruction AMF n°2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition : « 1° L'identité de l'initiateur : Lorsque l'initiateur est une personne morale, le projet de note d'information en précise la forme, la dénomination et le siège statutaire ».

<sup>996</sup> [http://expansion.lexpress.fr/entreprise/eurodisney-victime-d-une-opa-loufoque\\_117930.html](http://expansion.lexpress.fr/entreprise/eurodisney-victime-d-une-opa-loufoque_117930.html). Lien consulté le 23 février 2013.

<sup>997</sup> Article 231-18 3° RGAMF : « Ses intentions pour une durée couvrant au moins les douze mois à venir relatives à la politique industrielle et financière des sociétés concernées ainsi qu'au maintien de l'admission des titres de capital ou donnant accès au capital de la société visée aux négociations sur un marché réglementé ».

ses déclarations par la suite<sup>998</sup>. Une doctrine autorisée<sup>999</sup> relève que cette information ne va pas sans poser problème. L'initiateur donnera une information conditionnelle sur ces points sans réellement s'engager et aura des vues convenues sur la politique qu'il entend développer. Cependant, le fait que l'initiateur soit dans l'obligation d'expliquer sa politique à moyen-terme indique que le législateur entend que les actionnaires puissent, au moins, apprécier cette politique. Enfin, une fausse information ou une information contradictoire de l'initiateur pourra donner lieu à des demandes de clarification du régulateur et, dans ces cas extrêmes, à des poursuites sur le fondement de l'information fautive ou trompeuse.

**355.** Outre la politique financière et industrielle, les textes prévoient tout un ensemble d'autres informations à donner au marché et dont l'initiateur est débiteur. On citera rapidement « *le droit applicable aux contrats conclus entre l'initiateur et les détenteurs de titres de la société visée à la suite de l'offre ainsi que les juridictions compétentes* »<sup>1000</sup>, les accords relatifs à l'offre<sup>1001</sup> et des informations particulières s'imposant dans certaines situations (comme le rapport de l'expert indépendant si ce dernier est nécessaire). Deux éléments viennent à notre sens renforcer l'analyse selon laquelle le législateur entend que les actionnaires disposent d'une information portant sur le développement à long terme de la société. Il s'agit en premier lieu de l'avis de l'organe de direction, conseil d'administration ou de surveillance de l'initiateur<sup>1002</sup>. Cet avis doit informer le marché sur la motivation stratégique de l'offre et les conséquences qu'elle pourra avoir, notamment pour l'initiateur. Il semble que cet avis doit contenir les opinions minoritaires au sein du conseil d'administration<sup>1003</sup>. Le régulateur souhaite, par cette disposition, que l'on puisse avoir connaissance des motivations de l'offre et de ses conséquences à long-terme sur la société. Le

---

<sup>998</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, *Ibid*, n°1115.

<sup>999</sup> *Ibid*.

<sup>1000</sup> Article 231-18 5° RGAMF.

<sup>1001</sup> Article 231-18 6° RGAMF.

<sup>1002</sup> Article 231-18 7° RGAMF : « *S'il y a lieu, l'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, ou, dans le cas d'un initiateur étranger, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences que présente l'offre pour l'initiateur, ses actionnaires et ses salariés ; les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été obtenu, les membres minoritaires pouvant demander qu'il soit fait état de leur identité et de leur position* ». On peut s'interroger sur le « *il y a lieu* », certes la directive n'impose pas un tel avis mais nous peinons à voir quelles dispositions pourraient imposer ou exonérer un tel avis pour l'initiateur de l'offre. Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, *Ibid*, n°1119.

<sup>1003</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, *Ibid*, n°1119. Instruction AMF n°2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition : « *S'il y a lieu, l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent sur les conséquences de l'offre pour l'initiateur, ses actionnaires et ses salariés ; Les conditions dans lesquelles cet avis a été obtenu, qui doivent être rapportées dans la note d'information, s'entendent comme : a) Le nombre de membres présents et absents ; b) Le résultat du vote ; c) S'il y a lieu, les opinions divergentes* ».

deuxième élément concerne les orientations sociales de l'initiateur<sup>1004</sup>. Le législateur<sup>1005</sup> a d'ailleurs imposé cette information dans la loi, encadrant la délégation donnée au régulateur, contrairement aux autres informations précédemment énumérées<sup>1006</sup>. Cette information est même particulièrement développée dans la directive européenne sur la question<sup>1007</sup>. L'instruction semble même inviter l'initiateur à prendre des engagements concernant ses orientations en matière d'emplois suite à l'offre<sup>1008</sup>. Cette information est intéressante en deux points. En premier lieu, elle démontre que le législateur, qu'il soit national ou européen, ne considère pas qu'une offre publique soit une simple question financière et de calcul du risque de réussite ou d'échec de cette dernière. Elle a des conséquences transcendant cette question et ces conséquences doivent être prises en compte par les actionnaires. Il envisage ensuite que ces conséquences soient de long terme. Le législateur, en imposant cette information, part du principe que les conséquences sociales peuvent être anticipées et que l'initiateur doit divulguer ses informations. Cette information nous semble d'ailleurs être à destination des actionnaires et non des salariés. Ces derniers, nous le verrons, reçoivent une information à travers l'information de leurs représentants. Les intentions en matière d'emploi sont destinées aux actionnaires pour que ces derniers puissent les prendre en compte dans leurs décisions sur l'offre. Cette analyse est renforcée par la construction de la directive européenne,

---

<sup>1004</sup> Article 231-18 4° RGAMF: « *Ses orientations en matière d'emploi. L'initiateur indique notamment, eu égard aux données dont il a connaissance, et en cohérence avec ses intentions sur la politique industrielle et financière mentionnées au 3°, les changements prévisibles en matière de volume et de structure des effectifs* ».

<sup>1005</sup> Article L.621-8 alinéa 3 C. Mon. Fin. : « *Dans des conditions et selon des modalités fixées par un règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'Autorité appose également un visa préalable quand une personne physique ou morale fait une offre publique d'acquisition de titres de capital ou de titres de créance d'un émetteur faisant appel public à l'épargne ou lorsqu'une société faisant appel public à l'épargne procède à l'achat de ses propres titres de capital. La note sur laquelle l'Autorité appose un visa préalable contient les orientations en matière d'emploi de la personne physique ou morale qui effectue l'offre publique* ».

<sup>1006</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, *Ibid*, n°1116.

<sup>1007</sup> Article 6.3.i de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « *les intentions de l'offrant quant à la poursuite de l'activité de la société visée et, pour autant qu'elle soit affectée par l'offre, de la société offrante ainsi que quant au maintien des emplois de leur personnel et de leurs dirigeants, y compris tout changement important des conditions d'emploi, et en particulier les plans stratégiques de l'offrant pour les deux sociétés et les répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité des sociétés ; (...)* ».

<sup>1008</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, *Ibid*, n°1116. Instruction AMF n°2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition : « *L'orientation en matière d'emploi, notamment :*

- *le maintien des emplois de leur personnel et de leurs dirigeants ainsi que tout changement important des conditions d'emploi, notamment les plans stratégiques de l'initiateur pour les deux sociétés et les répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activités des sociétés ;*
- *les perspectives à court et moyen terme ;*
- *les engagements pris par l'initiateur, ainsi que les restructurations envisagées et leurs conséquences le cas échéant* ».

l'information conférée aux actionnaires<sup>1009</sup>, à travers le document d'offre, est clairement distincte de celle fournie aux représentants du personnel<sup>1010</sup>.

b. L'information communiquée par la société cible.

**356. La note en réponse.** La directive impose que la société cible réponde aux informations données par l'initiateur et donc produire une note en réponse à celle établie par l'initiateur<sup>1011</sup>. Ce document comprend principalement l'avis de l'organe de direction de la société cible que nous étudierons par la suite. Elle est réglementée par les mêmes textes du régulateur, à savoir son règlement général<sup>1012</sup> et l'instruction précédemment citée. Il existera toujours une note séparée de la société cible étant donné que si l'offre est amicale, la présence d'un expert indépendant empêchera de facto la production d'une offre conjointe. Une note conjointe ne pourra être établie qu'en l'absence de conflits d'intérêt<sup>1013</sup>. Cette notion d'offre amicale ou hostile ne perd cependant absolument pas son sens étant donné qu'elle conduit à une différence dans les faits. Si l'offre est amicale les deux sociétés chercheront à convaincre les actionnaires de la société cible. Les notes concorderont donc sur l'intérêt de l'opération et se contenteront de faire le minimum légal pour éviter de devoir les modifier suite à leur examen par le régulateur. A l'inverse, si l'offre est hostile la tonalité sera totalement différente. Certes, l'initiateur cherchera à convaincre les actionnaires de la société cible d'apporter leurs titres à l'offre. La société cible de l'offre cherchera au contraire à dissuader ces derniers d'apporter leurs titres à l'offre. Pour cela, elle produira une note en réponse critiquant fortement celle de l'initiateur. Elle cherchera à démontrer l'inanité de son projet économique et financier, que son offre entraînera de graves conséquences sociales et n'est pas à même de réellement créer de la valeur pour ses actionnaires. Le contexte de l'offre aura donc une importance pratique sur la note en réponse produite par la société.

**357.** Cette note en réponse de la société cible doit comporter toute une liste d'informations imposées par les textes. Relevons que cette information, outre l'avis de

---

<sup>1009</sup> Considérant 13 et article 6 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>1010</sup> Considérant 23 et article 14 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>1011</sup> Article 9.5 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>1012</sup> Article 231-19 RGAMF.

<sup>1013</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, *Ibid*, n°1124.

l'organe de direction, est très technique et vise à conférer aux actionnaires une vision complète des éléments pouvant influencer sur la réussite de l'offre initiée. Cette liste contient en premier lieu une information complète sur l'ensemble des accords qui peuvent avoir une influence sur l'issue de l'offre<sup>1014</sup>, il s'agit principalement des pactes d'actionnaires. La société cible doit aussi actualiser les informations concernant les offres publiques déjà présentes dans son rapport annuel<sup>1015</sup>. Elle doit bien entendu mentionner le rapport de l'expert indépendant si la nomination d'un tel expert était nécessaire du fait des conflits d'intérêts<sup>1016</sup>. Ce document doit aussi indiquer si des membres de l'organe de direction ont décidé d'apporter leurs titres à l'offre<sup>1017</sup>. Enfin, il doit comporter les modalités pratiques de la mise à disposition des « *autres informations* » relatives à la société visée<sup>1018</sup>. Cette information est donc tout particulièrement technique. Elle comprend un élément extra-financier et donnant une information sur les conséquences de l'offre pour le long-terme. Il s'agit des observations du comité d'entreprise, de l'organe de représentation des salariés<sup>1019</sup>. Cette exigence provient de la directive même<sup>1020</sup>. Les dirigeants de la société cible doivent obligatoirement informer le comité d'entreprise de la société cible qui peut décider d'entendre l'initiateur de l'offre<sup>1021</sup>. L'introduction de ces informations n'est nécessaire que si l'avis est différent de celui délivré par le conseil d'administration de la société cible. Tout comme avec les conséquences sociales que nous avons précédemment étudiées, l'introduction de l'avis du comité d'entreprise dans la note en réponse de la société cible participe à cette volonté d'informer les actionnaires sur les conséquences à long-terme que l'offre peut avoir en matière d'emploi. Elle participe de cette volonté du législateur de donner toute l'information nécessaire aux actionnaires afin que ces derniers ne prennent pas leur décision en se fondant uniquement sur des données financières ou sur un calcul portant sur le risque d'échec de l'offre.

**358. L'avis du conseil d'administration.** La note en réponse doit surtout comprendre l'avis de l'organe de direction, généralement le conseil d'administration, de la société cible

---

<sup>1014</sup> Article 231-19 1° RGAMF.

<sup>1015</sup> Article 231-19 2° RGAMF.

<sup>1016</sup> Article 231-19 3° RGAMF.

<sup>1017</sup> Article 231-19 6° RGAMF.

<sup>1018</sup> Article 231-19 7° RGAMF. Ces informations sont principalement l'information juridique et comptable disponible sur la société cible que des actionnaires peuvent souhaiter étudier plus avant pour prendre leur décision sur l'offre.

<sup>1019</sup> Article 231-19 5° RGAMF : « *Lorsqu'elles sont disponibles et diffèrent de l'avis mentionné au 4°, les observations du comité d'entreprise ou, à défaut, des délégués du personnel ou, à défaut, des membres du personnel ; (...)* ».

<sup>1020</sup> Article 9.5 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>1021</sup> Article L.2323-21 et suivants du Code du Travail ; Philippe Langlois, Droit boursier et droit du travail, Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, Droit 360°, n°339 et suivants.

sur l'offre<sup>1022</sup>. Cet avis découle de la directive qui l'impose<sup>1023</sup>. Cette dernière souhaite d'ailleurs que cet avis porte sur les conséquences sociales et économiques de l'offre<sup>1024</sup>. Relevons que cette obligation est l'une des règles principales du *Takeover Code*, le conseil d'administration de la société cible devant émettre une opinion à ses actionnaires avant le 14<sup>ème</sup> jour après l'annonce de l'offre<sup>1025</sup>. Les données que l'organe de direction anglais doit divulguer sont d'ailleurs du même ordre que celles demandées en droit français<sup>1026</sup>. Ceci se comprend parfaitement étant donné que les dirigeants seront les mieux à même de se prononcer sur l'offre. Ils connaissent parfaitement la société et seront les mieux placés pour se prononcer sur l'intérêt de l'offre. Nous remarquerons que cette obligation manque de cohérence avec la règle de neutralisation de ces mêmes dirigeants. S'ils sont les mieux placés pour apprécier l'offre, pourquoi ne seraient-ils pas à même de mettre en œuvre des mesures de défense ? Selon la réglementation en vigueur, le conseil d'administration de la société cible doit se prononcer sur l'intérêt de l'offre pour la société elle-même. Le texte précise clairement que cet avis doit se prononcer sur l'intérêt de l'offre pour « *la société visée, ses actionnaires et ses salariés* ». Comme le relève la doctrine, il s'agit de confronter le projet de l'offre à l'intérêt social de la société et non de seulement se prononcer sur la question de savoir si cette

---

<sup>1022</sup> Article 231-19 4° RGAMF : « *L'avis motivé du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent, sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés. Les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été obtenu sont précisées, les membres minoritaires pouvant demander qu'il soit fait état de leur identité et de leur position* ». L'instruction du régulateur précise : « *Les conditions dans lesquelles l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent sur l'intérêt ou le risque que présente l'offre pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés a été obtenu, doivent être rapportées dans la note en réponse. Il convient de préciser : a) Le nombre de membres présents et absents ; b) Le résultat du vote ; c) S'il y a lieu, les opinions divergentes. La note en réponse mentionne l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent sur les offres ultérieures (surenchères ou offres concurrentes) intervenues avant le visa de la note de réponse le cas échéant, ainsi que les conditions dans lesquelles cet avis a été rendu. Les motivations de l'avis du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent doivent être rapportées et argumentées dans la note en réponse. La note mentionne notamment les éléments sur le fondement desquels le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou de l'organe compétent a fondé son avis motivé.* »

<sup>1023</sup> Article 9.5 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « *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 son avis quand aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quand aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité de la société (...)* ».

<sup>1024</sup> Considérant 16 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « *Afin d'éviter des opérations susceptibles de faire échouer l'offre, il convient de limiter les pouvoirs de l'organe d'administration ou de direction de la société visée de se lancer dans des opérations de nature exceptionnelle, sans pour autant empêcher indûment ladite société de mener ses activités habituelles* ».

<sup>1025</sup> Article 25.1 of the Takeover Code on the Offeree Board Circular.

<sup>1026</sup> Cette information porte sur la question de la valorisation mais pas seulement, elle doit aussi porter sur les répercussions sociales et les perspectives stratégiques de l'offre. Rule 25.2 et 25.3 of the Takeover Code.

offre est intéressante ou non pour les actionnaires<sup>1027</sup>. Le législateur prend la peine de distinguer la pluralité des intérêts en présence et refuse de consacrer le seul intérêt des actionnaires. Il n'est pas évident pour le conseil d'administration de se prononcer sur l'intérêt des actionnaires de la société cible. Il s'agit principalement de se prononcer sur la valorisation de l'offre, chose qui ne sera pas toujours aisée<sup>1028</sup>. En ce qui concerne l'intérêt de l'offre pour les salariés de la société cible<sup>1029</sup>, outre que cet intérêt soit difficile à appréhender, il s'agira surtout de faire des prospectives en se demandant si les répercussions sociales de l'offre ne sont pas disproportionnées. Cette composante de l'avis sera très différente si l'offre est amicale ou hostile. Elle traduit néanmoins parfaitement la volonté du législateur de sortir de la seule logique financière. Concernant l'intérêt de la société, ce débat rejoint fondamentalement celui de l'intérêt social. Il s'agira, selon nous, pour le conseil, de se prononcer sur l'économie générale de l'offre et sur les conséquences à long-terme de cette dernière, notamment de se demander si l'indépendance de la société ou un projet alternatif n'est pas une meilleure voie pour cette dernière. Relevons enfin que l'avis du conseil d'administration doit être motivé et argumenté.

**359.** La pluralité des intérêts à prendre en compte démontre la volonté du législateur d'avoir des actionnaires ne se concentrant pas uniquement sur la seule valorisation de leurs titres. Le législateur aurait parfaitement pu laisser le conseil d'administration décider sur ce quoi il devait se prononcer et décider quels intérêts il devait prendre en compte. Par ces développements, le législateur entend donner à ses actionnaires une information complète sur l'offre et ses conséquences. Il s'agit clairement d'une invitation à prendre ces conséquences en compte dans leur décision d'apporter leurs titres à l'offre. L'avis qui est demandé au conseil d'administration de la société cible est donc bien plus qu'un simple avis financier sur la valorisation de l'offre. Il vise à ce que les dirigeants de la société cible donnent leur avis sur l'intégralité du projet présenté par l'initiateur pour que les actionnaires puissent l'apprécier dans sa totalité.

---

<sup>1027</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, *Ibid*, n°1129.

<sup>1028</sup> *Ibid*.

<sup>1029</sup> *Ibid*.

## 2. La volonté de la prise en compte de la société.

**360.** Le législateur souhaite que l'actionnaire prenne en compte la société dans son ensemble. C'est pour cela qu'il demande que soit délivrée une information spécifique (a) dépassant largement la seule question de la valorisation financière de la société (b).

### a. Une information spécifique.

**361. Information spécifique à l'offre.** L'information est une composante essentielle du droit des marchés financiers. Cette information se retrouve d'ailleurs au rang des principes que doit garantir le régulateur pour le bon fonctionnement des marchés financiers<sup>1030</sup>. Les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé doivent, et c'est là une différence majeure avec les sociétés non cotées, fournir une information permanente et périodique<sup>1031</sup>. Il s'agit de s'assurer que le marché dispose en permanence de l'ensemble de l'information nécessaire concernant la société dans laquelle il a investi. Il doit toujours être en mesure d'analyser l'information disponible sur la société afin d'évaluer au mieux son investissement. L'information est donc au cœur du droit des marchés financiers<sup>1032</sup>.

**362.** Une offre publique d'acquisition est un moment crucial de la vie d'une société étant donné que cette dernière va généralement être amenée à changer de propriétaire. Le législateur a donc jugé qu'il était particulièrement important que les actionnaires soient informés au mieux avant de prendre leur décision. Ces éléments viennent en plus de ceux déjà disponibles du fait de l'information obligatoire dont la société cotée est débitrice. Ce principe de l'information spécifique en période d'offre se retrouve au rang des considérants de la directive européenne<sup>1033</sup> et l'information des actionnaires est aussi considérée par cette

---

<sup>1030</sup> Article L.621-1 du C. Mon. Fin. : « *L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international* ».

<sup>1031</sup> Titre II sur l'information permanente et périodique du Livre II RGAMF.

<sup>1032</sup> Voir en cela la Thèse d'Alain Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thomson-Transactive, 2000, n°505 et suivants.

<sup>1033</sup> Considérant 13 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « *Les détenteurs de titres devraient être dûment informés des conditions de l'offre au moyen d'un document d'offre. Une information adéquate devrait également être dispensée aux représentants du personnel de la société ou, à défaut, à ce personnel directement* » et considérant 17 « *L'organe*

dernière comme un principe directeur du droit des offres publiques<sup>1034</sup>. Il figure aussi au rang des *general principles* du *Takeover Code*<sup>1035</sup> et des principes généraux édictés par l'autorité des marchés financiers<sup>1036</sup>. Cette information a une double source<sup>1037</sup>. Les différents législateurs entendent en premier lieu protéger les épargnants et les marchés en s'assurant que ces derniers disposent bien de l'information nécessaire afin de pouvoir effectuer leur choix. Il s'agit là de la source classique, applicable aux sociétés cotées. On peut, en second lieu, y voir une source contractuelle propre à l'offre publique « *puisque l'offre publique est une sollicitation, le rejet de l'offre et surtout son acceptation, qui donnent naissance au contrat, nécessitent que les termes de l'offre soient définis de manière à ne laisser aucune ambiguïté sur les alternatives offertes aux actionnaires* »<sup>1038</sup>. Il s'agit ici de s'assurer que les actionnaires acceptant une offre et formant un contrat de vente soient bien d'accord sur les éléments essentiels de ce contrat. Pour que ce choix soit éclairé et effectué au mieux, il est vital que les actionnaires bénéficient d'une information spécifique à la hauteur de l'enjeu. Relevons que l'information en question est aussi spécifique à l'offre publique par son contenu. Ce contenu est déterminé par la situation particulière de l'offre publique dans laquelle une offre est faite aux actionnaires mais la société cible ne peut être tenue à l'écart de ce mécanisme. Il y a donc bien une information spécifique à l'offre publique qui suit une logique propre.

**363. Une information nécessaire pour la prise de décision.** L'existence d'une information spécifique à l'offre publique tient au fait que cette information est nécessaire pour que les actionnaires prennent la décision d'apporter, ou non, leurs titres à l'offre qui leur est faite. Ces derniers ne peuvent légitimement accepter, ou refuser, l'offre qui leur est faite que s'ils sont certains d'avoir l'ensemble des éléments d'appréciation entre leurs mains et qu'il

---

*d'administration ou de direction de la société visée devrait être tenu de rendre public un document contenant son avis motivé sur l'offre, y compris son avis relatif aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement sur l'emploi* ».

<sup>1034</sup> Article 3.b de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « *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 en toute connaissance de cause ; lorsqu'il conseille les détenteurs de titres, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit présenter son avis relatif aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'emploi, les conditions d'emploi et les sites d'activité de la société* ».

<sup>1035</sup> General Principle 2 : « *Les détenteurs des titres d'une société cible doivent avoir le temps et l'information suffisante pour être en mesure de prendre une décision pleinement informée sur l'offre ; (...)* ».

<sup>1036</sup> Article 231-3 RGAMF : « *En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition.* »

<sup>1037</sup> Maurice Lévy, Pierre Servan-Schreiber et Jean Veil, *Ibid*, n°1110.

<sup>1038</sup> *Ibid*.

n'y ait pas d'inégalité d'information entre les différents actionnaires. Il nous semble d'ailleurs que le législateur n'a fait que formaliser le processus d'offre. Il a voulu s'assurer que l'offre de contracter sur la vente des actions de la société cible soit valablement formée. Une offre est en effet une « *proposition qui comporte tous les éléments du contrat projeté. L'offre exprime déjà le consentement de son auteur : il faut donc qu'elle soit assez précise et complète pour pouvoir être acceptée telle quelle et que le contrat en découle* »<sup>1039</sup>. En d'autres termes le législateur s'assure que les éléments essentiels<sup>1040</sup> de l'offre soient présents dans l'ensemble des offres d'acquisition ou d'échange de leurs titres faites aux actionnaires sur le marché. De part cette réglementation, tout actionnaire sera certain de détenir les éléments essentiels de l'offre, charge ensuite à l'initiateur et à la société cible d'apporter des informations supplémentaires pour compléter cette sollicitation.

**364.** Cette information est donc essentielle à la prise de décision des détenteurs de titres de capital de la société. Sa réglementation traduit un souci d'égalité des actionnaires, pour que chaque contrat se forme en réponse à la même offre. Etant donné que cette information contiendra les éléments essentiels de l'offre, son contenu sera éminemment politique. En fonction des vues du législateur sur les critères que doivent prendre en compte les actionnaires pour accepter ou refuser l'offre, la réglementation évoluera pour prendre en compte des critères. Derrière cette information, il existe une vision de l'actionnaire et de son comportement.

#### b. Une information dépassant le seul prix.

**365. L'information extra-financière.** Concernant l'information dans l'offre publique, une première approche pourrait consister à penser qu'elle devrait se réduire, au mieux, à l'information financière sur l'offre. Si on part du principe que le marché reflète l'intégralité de l'information disponible sur la société, il n'y a guère besoin d'autre information. Cette idée découle d'une vision d'un marché parfaitement efficient<sup>1041</sup>. Il en va de même si on considère

---

<sup>1039</sup> Alain Bénabent, Droit Civil, Les obligations, Domat Droit Privé, Montchrestien, 11<sup>ème</sup> édition, n°57.

<sup>1040</sup> François Terré, Philippe Simler et Yves Lequette, Droit Civil, Les Obligations, Précis Dalloz, 9<sup>ème</sup> édition, n°109 ; Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 27 juin 1973, Bull. Civ. III n°446, p.324.

<sup>1041</sup> « *Un marché efficient est un marché dans lequel le prix des titres financiers reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible. (...) Dans un tel marché, le prix intègre donc instantanément les conséquences des événements passés et reflète toutes les anticipations sur les événements futurs. Il est alors totalement impossible de prévoir les variations futures d'un titre financier puisque tous les éléments connus ou*

que l'offre n'est qu'une question de valorisation. Dans ce cas, la seule question pertinente est celle du prix de l'offre à partir duquel les actionnaires décident, ou non, d'apporter leurs titres selon qu'ils estiment que ce prix proposé valorise correctement la société ou si, au contraire, cette dernière est sous-valorisée dans l'offre. Selon ces deux approches, l'action de la société est un titre financier comme un autre qui ne reflète qu'une valeur financière. Dans ce cas, les actionnaires n'ont pas besoin d'avoir des informations autres que l'information financière leur permettant de comparer l'offre et la valorisation qui est faite de la société cible. On peut estimer que la partie concernant le prix de l'offre dans l'information vient remplir cette mission. Il semble cependant que le législateur n'ait pas retenu cette analyse étant donné que l'information financière est un élément d'information parmi d'autres. Surtout, le législateur n'a pas cherché à instaurer une quelconque hiérarchie entre l'information donnée.

**366.** A côté de cette information financière se trouve une information extra-financière. Cette information, nous venons de le démontrer, est présente dans l'intégralité des documents devant être produits pendant l'offre, c'est-à-dire la note de l'initiateur et l'avis du conseil d'administration. Ce point est intéressant étant donné que cette information extra-financière ne sera pas donnée par un organe spécial de la société comme peut l'être l'information sociale<sup>1042</sup> mais bien par l'organe de direction. Cette unicité de l'organe pour les différents types d'information traduit une volonté de conférer la même valeur à l'ensemble des informations contenues dans ces documents. Cette information est aussi large. Elle couvre la stratégie économique de la société et ses perspectives financières, les suites probables qui pourraient être données à l'offre et les conséquences sociales de cette dernière. L'information dépasse largement le cadre du seul prix de l'offre et les modalités de mise en œuvre de cette dernière<sup>1043</sup>. Il est difficile de faire rentrer cette information dans des catégories du fait de sa diversité. Outre l'information financière et sur les questions relatives à l'offre (c'est-à-dire les informations en rapport avec cette dernière ou pouvant influencer dessus) on peut répertorier deux types d'information. Il y aura en premier lieu l'information sur la stratégie de la société et son avenir économique. En second lieu, il y aura l'information sociale concernant les devenirs des emplois dans la société cible. On peut douter que l'intégralité de cette information soit parfaitement prise en compte dans le prix de l'action. On voit donc

---

*anticipés sont déjà intégrés dans les prix actuels (...) ».* Pierre Vernimmen, Pascal Quiry et Yann Le Fur, *Finance d'entreprise*, 2013, Dalloz, p.358. Relevons que cette vision de l'efficience des marchés est fortement contestée depuis la crise financière de 2008.

<sup>1042</sup> On pense ici au rôle du comité d'entreprise en droit commun qui peut fournir une information spécifique aux conditions de travail.

<sup>1043</sup> Ceci ressort clairement des textes, qu'ils soient nationaux ou communautaires, et des considérants de la directive.

clairement une volonté du législateur de dépasser le seul cadre de l'information purement financière. Ceci n'est d'ailleurs pas uniquement propre au droit des offres publiques<sup>1044</sup>. Par cette information et cette absence de hiérarchisation le législateur traduit une vision de la société qui est tout autre que celle d'une simple valorisation boursière. Le prix ne pouvant refléter l'intégralité de ce qu'est une société la présence d'une information extra-financière est indispensable. Ceci traduit une vision de la société qui est complexe et dépasse une simple approche financière. Le législateur a une vision de la société qui est celle d'une réalité complexe englobant une diversité d'intérêts qui doivent être pris en compte lors du changement de contrôle de cette dernière. Relevons enfin qu'avec l'information donnée par le conseil d'administration de l'initiateur, le législateur entend qu'une offre publique est une opération complexe impliquant les deux sociétés et ayant des conséquences sur ces deux sociétés. On est donc loin d'une vision purement financière de la société.

**367. La vision d'un actionnaire avec une vision de long-terme.** Cette information a un destinataire : l'actionnaire de la société cible. Elle peut aussi avoir un destinataire indirect : l'actionnaire de l'initiateur. Elle n'est bien entendu pas limitée aux actionnaires et toute personne y ayant accès pourra l'utiliser à des fins autres que celle de s'informer sur l'offre<sup>1045</sup>. Elle est cependant principalement destinée aux actionnaires de la société cible et a été structurée pour aider ces derniers à prendre leur décision. Le législateur a voulu donner une information complète pour aider ces derniers à prendre une décision parfaitement informée. Relevons que la plupart des éléments de cette information, sauf ceux concernant directement l'offre et la méthode de valorisation, relève d'une vision de la société à long-terme. L'information sur le projet économique et les conséquences sociales traduisent une vision à moyen et long-terme. L'ensemble des conséquences ne se réaliseront pas, bien sûr, au lendemain du règlement livraison. Le législateur impose donc de délivrer une information de long terme sur ces deux sociétés.

**368.** Cette structuration de l'information implique donc que le législateur ait eu une certaine vision de l'actionnaire. Il importe en effet qu'il ait d'abord défini à qui s'adressait cette information avant de structurer cette dernière. Cette information est encadrée par le législateur qui précise « *La note sur laquelle la commission impose un visa préalable contient*

---

<sup>1044</sup> On peut notamment penser à l'information demandée au titre de la Responsabilité Sociale des Entreprises ; Bénédicte François, Reporting RSE : commentaire du décret n°2012-557 du 24 avril 2012, Rev. Soc., 2012, p.607.

<sup>1045</sup> De multiples acteurs, aux premiers rangs desquels les politiques, syndicats et ONG, pourront utiliser cette information pour se prononcer sur les mérites de l'offre et tenter d'influencer les actionnaires.

les orientations en matière d'emploi de la personne physique ou morale qui effectue l'offre publique »<sup>1046</sup>. Cet article a été introduit en 2001 dans la loi sur les nouvelles régulations économiques<sup>1047</sup> mais n'était pas présente dans le projet de loi<sup>1048</sup>. Cette disposition fût introduite par amendement lors de l'examen en commission. Le rapport précise : « *Votre Commission a adopté un amendement de votre Rapporteur précisant que la note sur laquelle la COB appose un visa préalable à une offre publique doit contenir les orientations de l'acquéreur en matière d'emploi.* »<sup>1049</sup>, ceci ne semble pas avoir donné lieu à un grand débat en commission<sup>1050</sup>. Cette disposition a d'ailleurs été votée de manière conforme au Sénat<sup>1051</sup>. Cet article introduisait la consultation obligatoire du comité d'entreprise. Cette législation concernant l'information sociale est liée mais la question est différente étant donné que la note d'information n'est pas clairement destinée aux salariés. L'article a été refondu à l'occasion d'une réforme législative majeure mais le législateur n'a, à aucun moment, eu l'intention de revenir sur ce point. Il était présent dans le projet de loi du gouvernement<sup>1052</sup> et le rapport de l'assemblée nationale relève uniquement qu'il s'agit de reprendre les dispositions du droit antérieur<sup>1053</sup>. Le législateur ne s'est donc, à aucun moment, penché sur la question de savoir ce qu'était un actionnaire lors des rares travaux législatifs portant sur l'information au moment de l'offre publique. Il s'agit de la seule disposition législative

---

<sup>1046</sup> Article 621-8 IX C. Mon. Fin. issu de l'article 26-III de la Loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie.

<sup>1047</sup> Article 4 de la Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.

<sup>1048</sup> Projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques du 15 mars 2000.

<sup>1049</sup> Rapport fait par Monsieur Eric Besson au nom de la commission des Finances, de l'économie générale et du Plan sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques.

<sup>1050</sup> Assemblée Nationale, Commission des Finances, de l'Economie générale et du Plan, 5 avril 2000, compte rendu n°45 : « La Commission a adopté un amendement de M. Éric Besson, rapporteur, précisant que la note sur laquelle la COB appose un visa préalable à une offre publique doit contenir les orientations de l'acquéreur en matière d'emploi. »

<sup>1051</sup> Projet de Loi modifié par le Sénat relatif aux nouvelles régulations économiques, délibéré le 17 octobre 2000.

<sup>1052</sup> Article 8 du Projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie enregistré à la Présidence de l'Assemblée Nationale le 14 avril 2005. L'exposé des motifs sur l'article 8 indique seulement : « *Il définit encore les conditions dans lesquelles l'AMF approuve le prospectus. Lors de cet examen qui vise à protéger les investisseurs, elle contrôle que le prospectus est complet, compréhensible et que les informations qu'il contient sont cohérentes. Afin de garantir la bonne application de la réglementation, l'AMF peut suspendre ou interdire toute opération soumise à approbation lorsque les modalités d'information du public ne lui sont pas conformes.* »

<sup>1053</sup> Rapport au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie par Gilles Carrez du 30 mai 2005. « *Le VII de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier dans sa nouvelle rédaction comporte deux alinéas. Le premier prévoit le visa préalable de l'AMF avant toute opération d'offre publique d'acquisition des titres de capital ou des titres de créance d'un émetteur faisant appel public à l'épargne. Comme c'est déjà le cas aujourd'hui, la note établie par l'émetteur doit contenir les orientations en matière d'emploi de la personne morale ou physique effectuant l'OPA* ». Le rapport du Sénat n'est pas plus disert : Rapport n°438 du Sénateur Philippe Marini fait au nom de la commission des Finances sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie déposé le 29 juin 2005.

portant sur ce sujet. La réglementation du contenu des documents étant renvoyée au règlement général de l'AMF<sup>1054</sup>. Cependant, s'il pensait que l'actionnaire ne prendrait en compte que la question de la valorisation de l'offre, le législateur aurait cantonné cette information aux seules questions de prix, ou de parité d'échange, et de méthode de valorisation. S'il estimait que l'actionnaire ne prendrait en compte que le risque, il aurait cantonné cette information aux éléments pouvant entraîner un échec de l'offre. A l'inverse, il estime donc que l'actionnaire doit prendre en compte une diversité d'information, portant notamment sur les conséquences économiques et sociales et qu'il convient donc de lui fournir de l'information sur ces derniers points. Le législateur a donc une vision d'un actionnaire de long-terme prenant en compte toute une diversité d'éléments avant de se prononcer sur l'offre.

## **B. L'arbitrage financier ne correspond pas à la vision de l'actionnaire.**

**369.** Le législateur, outre l'information financière qu'il demande, a une vision d'un actionnaire prenant en compte une pluralité de critères. Cet actionnaire prend sa décision d'apporter ses titres à l'offre sur tout un ensemble de facteurs et non en se fondant sur son seul intérêt financier à court-terme (1). Cela traduit une vision d'un actionnaire de long-terme à laquelle ne correspond pas celui pratiquant l'arbitrage financier (2).

### **1. La législation envisage une approche plurale.**

**370.** La législation incite à distinguer l'actionnaire de la seule question de la valorisation de la société et du prix de l'offre. Elle est rejointe en cela par la jurisprudence française mais aussi anglaise (a). L'actionnaire doit justement prendre en compte d'autres critères dans sa décision et dépasser les critères purement financiers (b).

---

<sup>1054</sup> Article L.621-8 IX C. Mon. Fin. : « Dans des conditions et selon des modalités fixées par son règlement général, l'Autorité des marchés financiers appose également un visa préalable quand une personne physique ou morale fait une offre publique d'acquisition (...) ».

#### a. La distinction de l'actionnaire et du prix.

**371. L'actionnaire et le prix.** Nous avons précédemment démontré que le droit positif plaçait l'actionnaire au centre des offres publiques<sup>1055</sup>. Le législateur européen a estimé que c'était bien l'actionnaire, propriétaire de la société, qui devait décider du destin de l'offre. Il s'agit de s'assurer que ces derniers pourront bien se prononcer sur les mérites de l'offre et qu'ils n'en seront pas empêchés en cela par les dirigeants de la société cible, d'où la règle de neutralité. Nous avons déjà étudié que placer l'actionnaire au centre des offres publiques a nécessité de forcer le droit des sociétés pour mettre fin à la délégation de pouvoirs au conseil d'administration. Cette évolution signifie principalement qu'aucune autre personne n'a la légitimité nécessaire pour se prononcer sur le futur de la société. Les dirigeants n'ont pas cette légitimité, ni aucun autre acteur. L'actionnaire tient cette légitimité de sa place centrale dans la société. Il est le propriétaire des titres de cette dernière et a le pouvoir d'en nommer les dirigeants<sup>1056</sup>.

**372.** Nous pensons qu'il est cependant fondamental de distinguer l'actionnaire et le prix de l'offre. La directive place bien l'actionnaire au cœur de l'offre. Elle ne vient aucunement imposer la valeur actionnariale comme critère déterminant. A notre sens, il faut bien faire la distinction entre ces deux notions. L'actionnaire désigne le détenteur des titres de la société, le propriétaire de ces titres. Il détient des droits économiques et politiques dans la société. Les actionnaires sont multiples et différents. Des personnes physiques et morales peuvent être actionnaires et parmi ces personnes morales, il existe une grande diversité. On peut répertorier : les sociétés commerciales ; les personnes morales de droit public<sup>1057</sup> ou de droit privé détenues par l'Etat<sup>1058</sup> ; les sociétés servant de véhicules d'investissement (comme les SICAV). Cette diversité de l'actionnariat appelle donc à constater qu'il y aura nécessairement une diversité de comportement. Dès lors, ce n'est pas parce que certains, peut-être une majorité, mettent comme pierre angulaire des stratégies actionnariales visant à obtenir l'augmentation de la valeur actionnariale que cela fera l'unanimité parmi les actionnaires. Il n'est pratiquement pas possible d'assimiler les actionnaires avec la valeur actionnariale. Surtout, l'actionnaire est une notion juridique et la valeur actionnariale une

---

<sup>1055</sup> Supra n°226 et suivants.

<sup>1056</sup> Philippe Merle, Droit commercial, sociétés commerciales, Précis Dalloz, 12<sup>ème</sup> édition, n°383.

<sup>1057</sup> Certaines personnes morales de droit public ont la capacité de prendre des participations dans des sociétés commerciales.

<sup>1058</sup> Comme le FSI : Fonds Stratégique d'Investissement.

pratique financière. Il nous semble que l'on ne peut donc pas affirmer que c'est parce que l'actionnaire est placé au cœur de l'offre que cette dernière n'est qu'une question de valorisation de la société et de création de valeur actionnariale.

**373. L'absence d'élément imposant le prix.** Cette analyse est renforcée par l'absence de tout élément imposant une vision financière dans les textes portant sur les offres publiques. Les textes ne se prononcent pas sur les critères sur lesquels les actionnaires doivent fonder leurs choix. Autrement dit, le législateur ne vient pas imposer la valeur actionnariale comme étant le seul critère que doit prendre en compte l'actionnaire dans son choix. Il assimile encore moins actionnaire et valeur actionnariale. Le prix sera un élément déterminant du choix des actionnaires lors de l'offre publique mais ces derniers sont parfaitement libres de ne pas choisir ce critère. Le législateur a en tout cas choisi de ne pas se prononcer dessus. On pourrait soutenir qu'il s'agit d'une offre venant former un contrat de vente et que dans ce dernier elle est un élément essentiel du contrat. Cependant, les textes viennent uniquement imposer que « *Le prix de la vente doit être déterminé et désigné par les parties* »<sup>1059</sup> et qu'un tiers peut fixer la détermination de ce dernier<sup>1060</sup>. Evidemment, si le prix n'est pas déterminé ou déterminable, le contrat de vente sera nul de nullité absolue<sup>1061</sup> et le prix ne devra pas être dérisoire<sup>1062</sup>. Le fait que le prix soit un élément essentiel du contrat de vente n'est pas non plus un élément suffisant pour estimer que le prix est le critère seul et unique d'une offre publique. Il s'agit d'un élément de validité du contrat mais cela n'impose en rien que, dans la formation de ce contrat, ce soit le seul critère pris en compte par l'acheteur. Même si l'AMF a perdu de sa capacité à contrôler le prix<sup>1063</sup>, traduisant une forte liberté contractuelle, cette notion reste bien entendu absolument centrale dans les offres publiques. Rien n'impose cependant que les actionnaires ne prennent en compte ce seul critère pour faire leur choix. Il en va bien entendu de même avec l'arbitrage sur le risque de l'échec de l'offre.

**374.** Si le prix est central dans le mécanisme des offres publiques c'est qu'il a été imposé par la pratique. Il ne résulte pas de la volonté du législateur. Nous avons démontré que les textes législatifs impliquaient un actionnaire prenant en compte le long terme. Dire que l'offre publique n'est qu'une question de prix est une opinion financière relevant de la stratégie financière. Cela ne découle, à notre sens, ni des textes, ni de l'esprit de la loi. Or, une

---

<sup>1059</sup> Article 1591 C. civ.

<sup>1060</sup> Article 1592 C. civ.

<sup>1061</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> Civ., 20 octobre 1981 ; Bull. Civ. I, n°301.

<sup>1062</sup> Cass. Com., 25 avril 1967 ; Bull. Civ III, n°168.

<sup>1063</sup> Hervé Pisani, Les nouvelles dispositions relatives au prix des offres publiques d'acquisition et à l'expert indépendant, Actes du colloque : « OPA : le nouveau cadre juridique », RTDF, n°3, 2006, p.55.

pratique ne peut venir s'imposer si elle va à l'encontre de la vision du législateur. Dire que l'actionnaire est au cœur des offres publiques et est le seul à pouvoir décider de l'issue de cette dernière ne veut juridiquement pas dire que son intérêt financier doit être son seul et unique critère de choix.

#### b. La place pour les autres critères.

**375. La jurisprudence anglaise.** Le Royaume-Uni, et tout particulièrement la City de Londres, a probablement été le berceau du droit des offres publiques en Europe. Le droit anglais a codifié les devoirs des dirigeants de sociétés<sup>1064</sup>. Ces derniers doivent notamment agir dans la limite de leurs pouvoirs<sup>1065</sup>, promouvoir le succès de la société<sup>1066</sup>, exercer un jugement indépendant<sup>1067</sup>, diriger avec soin et diligence<sup>1068</sup> et éviter toute sorte de conflit d'intérêts<sup>1069</sup>. Une jurisprudence s'est développée en matière d'offre publique concernant les devoirs des dirigeants pendant un tel processus. Relevons tout d'abord que cette question se situe sur le terrain du droit commun des sociétés et non celui du *Takeover Code*, on s'intéresse ici à la question de la responsabilité des dirigeants. Ces dirigeants ne peuvent utiliser leurs pouvoirs pour des fins illégitimes, ce qui avait impliqué, avant l'émergence du *Takeover Panel*, qu'ils ne pouvaient pas adopter des mesures de défense pour empêcher une offre publique sur la société<sup>1070</sup>. Une offre publique vient cependant modifier les devoirs des dirigeants. Ces derniers sont, dans ce cas, débiteurs de leurs devoirs envers les membres de la société, les actionnaires, et non plus à la société<sup>1071</sup>. Concernant leur action, une jurisprudence, qui a évolué au cours du temps, se prononce de manière particulièrement intéressante sur la question du prix. Les juges anglais ont tout d'abord commencé par affirmer que les dirigeants de sociétés ne devaient pas priver les actionnaires d'obtenir le meilleur prix

---

<sup>1064</sup> Gower and Davies, *Principles of Modern Company Law*, Eighth Edition, Sweet & Maxwell, Chapter 16 : Director Duties.

<sup>1065</sup> Section 171 Companies Act 2006 duty to act within powers.

<sup>1066</sup> Section 172 Companies Act 2006 duty to promote the success of the company.

<sup>1067</sup> Section 173 Companies Act 2006 duty to exercise independent judgment.

<sup>1068</sup> Section 174 Companies Act 2006 duty to exercise reasonable care, skill and diligence.

<sup>1069</sup> Section 175 Companies Act 2006 duty to avoid conflicts of interest; Section 176 Companies Act 2006 Duty not to accept benefits from third parties; Section 177 Companies Act 2006 Duty to declare interest in proposed transaction or arrangement.

<sup>1070</sup> *Hogg v. Cramphorn Ltd* [1967] Ch 254 (Chancery Division).

<sup>1071</sup> *Heron International Ltd v Lord Grade* [1983] BCLC 244 (Court of Appeal): Directors whose company is the "target" in a takeover bid may owe duties to their company's members or shareholders. Sealy's *Cases and materials in Company Law*, 9th Edition, Oxford University Press, 6.03.

possible pour leurs actions. Dans un premier arrêt<sup>1072</sup>, les juges exprimèrent clairement que les dirigeants d'une société cible d'une offre publique, à partir du moment où ils estimaient qu'un changement de contrôle était dans l'intérêt de la société, avaient pour seul devoir d'obtenir le meilleur prix possible pour leurs actionnaires. Cette jurisprudence voulait donc qu'aucun autre objectif ne puisse être pris en considération par les dirigeants de la société qui devaient avoir pour seul but d'obtenir le prix d'offre le plus élevé. Cette jurisprudence fût nuancée par la suite<sup>1073</sup>, même si dans le cas d'une société non cotée la doctrine est d'avis qu'elle s'applique à l'ensemble des offres publiques. Il fût jugé, que les dirigeants n'avaient pas un devoir de recommander l'offre la plus élevée et de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour faciliter cette dernière. Leur devoir consiste principalement à donner aux actionnaires une information complète et le conseil le plus pertinent possible. Cette évolution fût couronnée par un troisième arrêt<sup>1074</sup> dans lequel le juge commença par réfuter que les dirigeants soient débiteurs d'un quelconque devoir envers les actionnaires en période d'offre publique. Ils ne sont pas les agents des seuls actionnaires présents au capital mais aussi des actionnaires futurs. Surtout, l'intérêt des actionnaires du moment ne coïncide pas forcément avec celui de la société. En cas de conflit, les dirigeants doivent faire prévaloir l'intérêt de la société dans son ensemble et non le seul intérêt des actionnaires.

**376.** L'évolution de la jurisprudence anglaise montre parfaitement que les offres publiques créent souvent une situation de conflit entre deux intérêts qui sont ceux des seuls

---

<sup>1072</sup> *Ibid.* « Lorsque les administrateurs ont décidé qu'il était dans l'intérêt de la société d'être racheté, et qu'il y a deux acheteurs ou plus, le seul devoir des administrateurs, qui ont un tel pouvoir en vertu de l'article 29, est d'obtenir le meilleur prix ».

<sup>1073</sup> *Re a company* (No 008699 of 1985) [1986] BCLC 383: "Je ne peux pas accepter l'assertion selon laquelle le conseil d'administration a obligatoirement le devoir de recommander l'offre la plus élevée et de prendre l'ensemble des mesures en son pouvoir pour faciliter une offre, même s'il s'agit de la plus élevée. (...) Le fait qu'ils obtiennent plus d'argent en choisissant l'offre la plus élevée n'est pas un point fondamental. Je ne crois pas que la loyauté puisse requérir plus des administrateurs que de donner aux actionnaires une information et des conseils suffisants pour qu'ils prennent eux memes leur décision en étant parfaitement informée et qu'ils s'abstiennent de donner des conseils éronnés ou qu'ils exercent leurs pouvoirs fiduciaires d'une façon qui pourrait empêcher ou gêner les actionnaires de choisir le meilleur prix (...)". Sealy's Cases and materials in Company Law, 9th Edition, Oxford Univeristy Press, 14.12.

<sup>1074</sup> *Dawson International Plc v Coats Patons plc* [1988] 4 BCC 305 (Court of Session): "A l'inverse, je ne vois pas de bonne raison pour lesquelles on pourrait supposer que les administrateurs sont, en general, soumis à un devoir fiduciaire aux actionnaires, et en particulier aux actionnaires actuels pour qu'ils disposent de leurs actions de la manière la plus avantageuse. Les administrateurs ne sont pas normalement les agents des actionnaires actuels. Le cas et les autres auteurs auxquels je me suis référés ne me semblent pas établir un devoir fiduciaire. (...) Ce qui est dans l'intérêt des actionnaires actuels comme vendeurs de leurs actions ne coïncide pas forcément avec l'intérêt de la société. La creations de devoirs parallèles pourrait mener aux conflits. Les administrateurs ne doivent avoir qu'un maître, la société. De plus, il ne me semble pas pertinent par rapport à la question de construire un argument sur les droits, dont certains sont des droits très importants, selon lesquels les actionnaires doivent s'engager pour s'assurer que les administrateurs agissent en accord avec les statuts de la société et que leur prorep intérêt ne subit pas de préjudice injuste". Sealy's Cases and materials in Company Law, 9th Edition, Oxford Univeristy Press, 14.13.

actionnaires (consistant généralement uniquement dans la simple augmentation du prix) et ceux de la société (portant sur des considérations de politique économique et à plus long terme). La jurisprudence avait créé, au départ, un régime spécifique en période d'offre publique. Les dirigeants de la société voyaient leurs devoirs changer et ne devaient plus prendre en compte l'intérêt de la société dans son ensemble pour favoriser uniquement celui des seuls actionnaires. Sous l'impulsion du juge Hoffman, les devoirs des dirigeants furent précisés. En aucun cas pendant une offre publique un dirigeant ne se voit imposer par le droit d'organiser des enchères de sa société pour en obtenir le meilleur prix. Enfin, les juges anglais reconnurent que le prix de l'offre ne prévalait pas sur tout et que si la société avait des intérêts différents de ceux de ses actionnaires, les dirigeants devaient alors faire prévaloir ces derniers. Il s'agit donc bien d'un renversement de jurisprudence et de l'affirmation par le juge que la valorisation est une question centrale en cas d'offre publique mais qu'elle ne peut pas être le seul intérêt à prendre en compte. Le contexte de l'offre publique n'est pas suffisant pour transcender les devoirs des dirigeants. On peut y voir une consécration de la pluralité des intérêts en jeu. En reconnaissant explicitement l'existence d'intérêts distincts entre la société et ses actionnaires, cette jurisprudence reconnaît que la valorisation de la société n'est pas l'unique critère de choix dans les offres publiques.

**377. La jurisprudence française.** Si la jurisprudence anglaise est particulièrement fournie sur ce sujet on peut aussi s'interroger en droit français. Le prix est-il le seul et unique critère devant être pris en compte en cas d'offre publique ? Comment les dirigeants doivent-ils se positionner et quel avis émettre s'il apparaît que l'offre va manifestement à l'encontre des intérêts de la société ? Cette question se pose avec une particulière acuité pour l'avis que le conseil d'administration de la société cible doit émettre sur l'offre<sup>1075</sup>. La Cour d'Appel de Paris, avant la transposition de la Directive européenne, avait jugé qu'une mesure de défense visant à empêcher une prise de contrôle n'était par forcément illicite si la prise de contrôle risquait de modifier la politique de l'entreprise et que les dirigeants sont motivés par la volonté de défendre l'intérêt de la société<sup>1076</sup>. Il s'agit donc de la reconnaissance explicite que les deux intérêts peuvent être distincts et même s'opposer. Dans ce cas, les dirigeants sont légitimes à défendre l'intérêt de la société entendu comme étant celui de la personne morale distinct de celui de ses seuls actionnaires. Les dirigeants de la société sont donc parfaitement

---

<sup>1075</sup> Didier Martin. Règlement Général de l'AMF commenté et textes liés, Lexis Nexis, 2013. Article 231-17.

<sup>1076</sup> *Ibid.* Cour d'appel de Paris, 15 mars 2000 ; JCP E 2000, II, 10366. La Cour avait notamment relevé qu' « *il n'est pas interdit aux dirigeants d'une société de tenter de combattre l'action engagée par certains associés pour, apparemment, modifier la politique de l'entreprise, dès lors qu'ils le font par des moyens licites et dictés par le souci de défendre l'intérêt de la société* ».

légitimes à rejeter une offre bien valorisée si elle risque de causer des dommages à la société ; il semble cependant qu'en pratique le critère du prix s'imposera généralement aux dirigeants dans leur avis sur l'offre<sup>1077</sup>. Il n'existe aucune obligation pour les dirigeants de procéder à une mise aux enchères de la société ou de tout mettre en œuvre pour obtenir le meilleur prix.

**378.** Il nous semble donc que les jurisprudences anglaises et françaises se rejoignent sur la reconnaissance d'une différenciation entre l'intérêt financier des actionnaires et l'intérêt de la société. Une offre publique dépasse largement la simple question de valorisation de la société. La question du prix n'est donc pas le seul et unique critère qui doit être pris en compte dans le cadre d'une offre publique. Il existe aussi les autres questions qui peuvent, au regard de ces jurisprudences, valablement constituer des critères de décisions. Ces jurisprudences traduisent donc une vision plurale des critères de choix lors d'une offre publique. Ni la législation, ni le juge, ni aucun régulateur<sup>1078</sup> n'impose un seul critère comme devant être celui qui détermine le choix d'accepter ou non l'offre qui est faite. Il ne nous paraît donc pas possible d'affirmer que seul le prix est le critère sur lequel doivent et peuvent se prononcer les actionnaires. Ceci vient parfaitement rejoindre le constat que nous avons fait en étudiant l'information donnée en période d'offre. Nous avons relevé que cette pluralité d'information traduit bien que le législateur souhaite que les actionnaires prennent en compte une pluralité de critère et non uniquement le prix. Ceci est validé par les juges anglais et français.

## **2. Une vision d'un actionnaire de long-terme.**

**379.** Le législateur a développé une vision d'un actionnaire participant pleinement au contrat de société et ne s'intéressant pas exclusivement à la valorisation de ses titres (a). Il laisse cependant à ce dernier une totale liberté dans sa décision, notamment en n'attachant aucune sanction juridique à l'absence de respect de cette vision (b).

---

<sup>1077</sup> Didier Martin. *Ibid.*

<sup>1078</sup> Ni le Takeover Panel, ni l'AMF ne se prononce sur quel critère le choix des actionnaires doit se faire. Relevons simplement que le Takeover Panel s'attache simplement à organiser un système d'enchère de la société si tel est le souhait des dirigeants. Ces règles sont là pour s'assurer que ces enchères se déroulent normalement mais n'imposent pas d'y recourir. Gower and Davies, *Principles of Modern Company Law*, Eight Edition, Sweet & Maxwell, 28-30.

### a. La vision d'un actionnaire dans le pacte social.

**380. La vision de l'actionnaire.** Le législateur français et européen n'a pas jugé nécessaire de définir ce qu'est un actionnaire. Il est cependant possible de tracer quelle vision il a de cet actionnaire en période d'offre publique. Il souhaite que l'actionnaire fasse pleinement partie du pacte social qu'est la société. Il se rattache en cela à la vision traditionnelle de la société, à la fois contrat et institution<sup>1079</sup>. On reconnaît que la société voit la cohabitation de règles qui sont à la fois de nature contractuelle et institutionnelle<sup>1080</sup>. Le législateur ne semble pas vouloir déroger à cette vision en période d'offre publique. L'actionnaire participe à une entreprise économique qui est quelque chose de plus grand que son intérêt financier immédiat. Cette vision peut paraître désuète pour une société dont les titres sont admis sur un marché financier mais il nous semble que, juridiquement, elle soit toujours d'actualité. Le législateur attend de l'actionnaire qu'il s'implique pleinement dans la vie sociale de la société. Cela s'oppose à une vision purement financière de la société dans laquelle une action serait un titre financier comme un autre. Le législateur attend plus de l'actionnaire qu'un simple arbitrage financier.

**381.** Cette vision se dégage pleinement de nos développements précédents. Le juge reconnaît que la valeur financière n'est pas l'alpha et l'oméga dans une offre publique et qu'il est entièrement légitime de prendre en compte d'autres intérêts, comme ceux de la société étant entendu que les intérêts de cette dernière prennent en compte mais dépassent ceux des seuls actionnaires. Il rejoint, et surtout applique, pleinement la vision du législateur. Cette vision est transparente à la question de l'information que nous avons précédemment décrite. Le législateur donne une information permettant aux actionnaires une prise de décision dans l'intérêt de la société et non dans le sens de leur seul intérêt financier. L'information donnée est ainsi différente de celle donnée pour les détenteurs d'obligations<sup>1081</sup>. Dans ce cas, à notre sens, il s'agit principalement de protéger ces derniers en les informant. Même si cette information est identique à celle donnée aux actionnaires l'enjeu est entièrement différent étant donné que la masse des obligataires n'a pas les mêmes pouvoirs que l'assemblée

---

<sup>1079</sup> Philippe Merle, Droit commercial, sociétés commerciales, Précis Dalloz, 12<sup>ème</sup> édition, n°21 et suivants.

<sup>1080</sup> Voir notamment : J.P. Bertrel, Le débat sur la nature de la société, Mélanges en l'honneur de A. Sayag, Litec 1997, p.131 ; J. Cl. May, La société, contrat ou institution ? in Contrat ou institution : un enjeu de société, LGDJ, 2004, p.122.

<sup>1081</sup> Les obligataires peuvent obtenir les mêmes informations que celles données lors de l'assemblée générale de la société aux termes de l'article L.228-69 C. com.

générale<sup>1082</sup>. Elle vise à protéger les obligataires mais n'est impliquée en rien dans la prise des décisions sociales de la société. L'information donnée aux actionnaires n'est pas une simple information financière, elle est intrinsèquement liée à l'exercice du droit de vote. Il ressort clairement des évolutions récentes de l'information des actionnaires que « *on a voulu inciter les actionnaires à participer davantage à la vie de leur société, et l'on a espéré qu'ils émettraient un vote éclairé sur la gestion de leurs dirigeants* »<sup>1083</sup>. Cela transparaît des textes étant donné que la communication de l'information nécessaire à la tenue de l'assemblée générale peut être demandée sous astreinte en cas de manquement de la société<sup>1084</sup>. Surtout, les textes prévoient que l'assemblée générale peut être annulée si la communication de l'information n'est pas effectuée<sup>1085</sup>. Cela traduit un lien essentiel entre l'information et le vote de l'actionnaire. Ce dernier dispose d'une information pour effectuer un vote éclairé. Dès lors, comme nous l'avons relevé, le contenu de l'information sera intrinsèquement lié à ce vote. Le législateur impose une obligation spécifique d'information pendant l'offre publique pour éclairer l'actionnaire sur son choix. A notre sens, la pluralité de cette information indique clairement que le législateur entend que l'actionnaire prenne en compte ces multiples critères. Le législateur a donc la vision d'un actionnaire se comportant en bon père de famille, attentif à ses intérêts patrimoniaux mais pleinement impliqué dans la vie de la société. En cas d'offre publique, il prendra aussi en considération les intérêts de cette dernière avant de se prononcer et d'apporter ses titres à l'offre, ou bien de refuser de le faire.

**382. L'arbitrage ne correspond pas à cette vision.** L'arbitrage ne correspond pas à cette vision de l'actionnaire. L'actionnaire pratiquant l'arbitrage financier, c'est-à-dire sur le prix de l'offre publique, ne peut pas correspondre à cette définition qui s'esquisse de la réglementation sur les offres publiques. Cet actionnaire ne prendra tout d'abord qu'en considération le prix de l'offre. Il ne tiendra compte, pour cela, que des informations financières et celles relatives à la valorisation de l'offre. Il ne prêtera donc pas attention à l'information extra-financière. Cette focalisation sur le prix ne l'incitera pas à porter attention à d'autres critères, comme les autres intérêts de la société, pour effectuer son choix sur l'offre qui lui est faite. Il en va de même pour l'arbitrage effectué sur le risque. Ce dernier, nous

---

<sup>1082</sup> Article L.228-65 C. com. : « *L'assemblée générale délibère sur toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt ainsi que sur toute proposition tendant à la modification du contrat* ».

<sup>1083</sup> Philippe Merle, Droit commercial, sociétés commerciales, Précis Dalloz, 12<sup>ème</sup> édition, n°472. Voir aussi. JP Mattout, Information financière et responsabilité des dirigeants, Dr. sociétés, déc. 2004, p.11.

<sup>1084</sup> Article L.238-1 C. Com. Il en va de même pour les administrateurs, qui peuvent se faire communiquer tout document aux termes de l'article L.225-35 alinéa 3 C. com. (ratifiant la jurisprudence : Cass. Com., 2 juillet 1985, n° 83-16.887, Consorts Cointreau).

<sup>1085</sup> Article L.225-121 alinéa 2 C. com.

l'avons démontré, cherchera à réaliser une plus-value en cherchant à anticiper les risques d'échec de l'offre. Les actionnaires pratiquant ce type d'arbitrage ne prêteront attention qu'aux critères pouvant empêcher une offre de réussir. Outre les questions de concurrence, il s'agira principalement de la valorisation. On ne peut d'ailleurs nier qu'ils aient un rôle positif. Leur contrôle du prix et les discussions qu'ils auront avec l'initiateur et ses conseils permettront souvent d'obtenir une revalorisation du prix de l'offre<sup>1086</sup>. Cet apport sera cependant limité à la question du prix. Ces actionnaires n'auront pas d'actions pour protéger les autres intérêts de la société.

**383.** Cette absence d'intérêt et d'investissement pour les questions autres que celles de la valorisation et des risques d'échec de l'offre nous conduit à conclure que ces actionnaires ne répondent pas à la vision du législateur. En pratique, il s'agira d'une pluralité d'actionnaires, du *hedge fund* à la banque d'investissement. Leur importance est absolument centrale dans l'offre publique. Nous avons précédemment démontré que, du fait des ventes effectuées par les actionnaires minoritaires leur influence sera prépondérante dans le mécanisme de l'offre et qu'ils décideront de l'avenir de la société. On peut donc en conclure que les actionnaires qui, in fine, décideront du destin qui devra être réservé à l'offre, et donc de l'avenir de la société, ne se comportent pas comme le législateur aurait souhaité qu'ils le fassent. L'arbitrage financier apparaît donc comme ayant une légitimité moindre par rapport à l'action d'autres actionnaires, comme les activistes, qui vont pleinement s'impliquer dans la vie sociale et, en cas d'offre publique, s'attacher au projet économique à long terme qui sera proposé par l'initiateur.

#### b. La liberté des actionnaires

**384. L'absence de sanction.** Le législateur a donc développé une vision claire du rôle de l'actionnaire en période d'offre publique. Cette vision n'est pas écrite dans les textes mais en ressort clairement. L'absence de définition de cette vision peut poser problème. Il en va de même de l'absence de principes directeurs encadrant le comportement des actionnaires. Un tel encadrement, permettrait d'opposer un texte législatif au comportement de certains actionnaires. Surtout, cette vision de l'actionnaire est privée de toute sanction. En l'absence

---

<sup>1086</sup> Entretien avec Bertrand Durupt, Géraldine Périchon, Direction des émetteurs – division des offres publiques, Autorité des Marchés Financiers, Laurent Schwager, 13 février 2013.

de définition ou de principe général, il n'existe évidemment pas de sanction prévue dans les textes pour un comportement ne correspondant pas à la vision qui sous tend la réglementation. Il n'est pas envisageable, en droit positif français, de sanctionner un tel comportement sans un texte spécifiquement créé à cet effet. En l'absence de sanction directe, on peut se demander s'il n'existerait pas une sanction indirecte. Un tel comportement pourrait être sanctionné par une disposition plus large<sup>1087</sup>. On peut soutenir que, venant violer la *ratio legis* sous tendant une partie de la réglementation, ces comportements trouveraient une sanction dans un texte plus générale traduisant les vues du législateur en la matière. Nous peinons ici aussi à voir quelle disposition du droit boursier ou du droit des sociétés pourrait venir s'appliquer. Ceci est renforcé par l'exclusion des actionnaires des personnes soumises aux principes généraux gouvernant les offres publiques<sup>1088</sup>.

**385.** On pourrait aussi s'interroger sur le point de savoir si un tel comportement ne serait pas constitutif d'un abus de marché. A vrai dire, il semble que ce soient les seules règles pourvues de sanctions effectives qui puissent concerner ces agissements. Le manquement d'initié est exclu pour sanctionner un tel comportement étant donné qu'il est conçu pour en sanctionner un autre<sup>1089</sup>. Il reste la manipulation de cours<sup>1090</sup>. On voit cependant difficilement comment le fait de ne prendre en compte que son intérêt propre et ne pas avoir une approche plurale dans la décision puisse être considéré comme donnant de fausses informations sur le cours ou le maintenant à un niveau artificiel. La manipulation de cours est un manquement créé pour protéger le marché, il n'a donc pas vocation à sanctionner le comportement d'un actionnaire ne mettant pas en cause l'intégrité du marché. Il paraît donc guère possible de chercher une sanction de ces comportements dans les dispositifs des abus de marché.

**386. La liberté des actionnaires.** Cette absence de sanction apparaît cependant logique aux yeux du commentateur du droit des offres publiques. L'actionnaire doit être libre dans son choix, on ne peut le forcer, par une règle, à choisir une offre plutôt qu'une autre. Propriétaire des titres, c'est à lui que le pollicitant propose de racheter ses titres. Cette offre est encadrée par le droit des offres publiques, tout comme l'est l'offre dans d'autres circonstances<sup>1091</sup>. Le législateur protège l'actuel propriétaire contre des abus toujours

---

<sup>1087</sup> C'est ce qui s'est produit dans le cadre de l'affaire Wendel, infra n°403 et suivants.

<sup>1088</sup> Supra n°245.

<sup>1089</sup> Article 622-1 RGAMF. Voir infra n°452.

<sup>1090</sup> Article 631-1 RGAMF. Voir supra n°455.

<sup>1091</sup> Le législateur a, en droit civil, édicté des règles particulières pour protéger certains consommateurs des risques pouvant peser sur eux lors d'une offre. François Terré, Philippe Simler, Yves Lequette, Droit Civil, Les obligations, Précis Dalloz, Droit Privé, n°111.

possibles d'un policitant en position de force. Le propriétaire reste cependant entièrement libre d'accepter ou non l'offre et rien ne vient réglementer les raisons de son choix. Cette absence de réglementation, et de sanction, traduit bien le fait que le législateur entend laisser une grande liberté à l'actionnaire. Outre les difficultés pratiques que soulèverait une telle réglementation, nous sommes d'avis que le législateur ne cherche pas à interférer dans le choix des actionnaires qui sont libres d'accepter, ou de refuser l'offre, selon les critères qui sont les leurs.

**387.** Cette situation est paradoxale. Le législateur, à travers l'ensemble de ces dispositions, démontre qu'il a une vision bien particulière de l'actionnaire. Il refuse un actionnaire peu intéressé par la société en elle-même. Il souhaite un actionnaire pleinement impliqué dans cette dernière. Cependant, il ne vient prévoir aucune définition de ce rôle et n'attache donc aucune sanction à cette attente. Ceci conduit à un espace de liberté juridique pour l'actionnaire qui peut parfaitement se comporter à l'encontre des attentes du législateur sans craindre aucune conséquence juridique. Ce paradoxe permet alors à l'arbitrage financier, essentiellement contraire à la vision de l'actionnaire du législateur, de se développer.

**388. Conclusion du Chapitre.** L'irruption des arbitragistes dans les offres publiques vient poser une problématique plus générale qui est celle de la vision à long-terme de ces investisseurs lors de ces opérations. Alors que le droit des marchés financiers cherche notamment à permettre un financement à long-terme de l'économie, l'arbitrage financier vient consacrer une approche de court-terme de la part des investisseurs. Ces derniers ne vont pas porter attention au développement à long-terme de la société mais adopter une approche limitée dans le temps en se focalisant sur la plus value qu'ils vont pouvoir réaliser. Ce raisonnement s'applique d'ailleurs aussi bien à l'initiateur en cas d'offre publique d'échange qu'à la société cible. Cette problématique a émergé à l'occasion d'opérations majeures pendant lesquelles on s'est aperçu que le contrôle des sociétés avait été pris en grande partie grâce à l'entrée au capital de ces actionnaires arbitragistes. Ces opérations ont vraiment été un révélateur de l'influence déterminante de l'arbitrage. Ce développement du court-termisme à travers l'arbitrage financier n'est pas sans poser certains problèmes lors des offres publiques. Les actionnaires arbitragistes jouent un rôle déterminant sans réellement s'intéresser à la société. Surtout, leur rôle apparaîtrait comme positif si le fondement théorique de la législation, à savoir le fonctionnement efficient du marché, était vérifié. Or, le marché efficient n'est clairement pas vérifié en pratique et ne semble pas du tout corroboré en période d'offre publique. L'actionnaire ne peut se contenter de regarder qui

propose le prix le plus élevé. Il doit aussi se pencher sur les questions plus fondamentales posées par l'offre. Or, les arbitragistes ont recours aux mathématiques financières pour prendre leurs décisions d'investissement. A partir du moment où le prix ne reflète pas l'ensemble des informations disponibles sur la société il apparaît difficile de confier aux mathématiques la seule possibilité de décider du sort qui doit être réservée à l'offre de la société. L'actionnaire arbitragiste ne répond donc pas vraiment à ce que l'on pourrait attendre d'un actionnaire pleinement investi dans la société. Il ne répond pas non plus à la vision de l'actionnaire développée par le législateur. Ce dernier cherche à parfaitement informer l'actionnaire mais pas uniquement sur le prix de l'offre. Il a clairement la vision d'un actionnaire prenant en compte une multiplicité de critères et non uniquement les critères financiers. Cette vision a aussi été confirmée par la jurisprudence qui a jugé que le rôle des dirigeants n'était pas forcément de maximiser le prix mais de privilégier l'intérêt de la société. Le législateur et le juge estiment qu'une offre ne peut se limiter à la seule question du prix et que l'ensemble des éléments composant une société doivent être pris en compte. Le législateur a la vision d'un actionnaire pleinement impliqué dans le pacte social lors des offres publiques. Or, l'actionnaire arbitragiste ne répond pas à cette vision.

## **Deuxième Partie. Le régime de l'actionnaire de court- terme.**

**389.** L'apparition de comportements comme l'arbitrage financier vient nécessairement questionner sur l'état du droit des offres publiques par rapport à de telles stratégies. Nous allons maintenant démontrer que ce droit apparaît inadapté pour faire face à ces comportements qui viennent bouleverser en profondeur les fondements mêmes de la réglementation des offres publiques. La question de l'évolution de la législation se pose nécessairement et, si certaines pistes doivent être écartées, plusieurs autres apparaissent comme satisfaisantes pour s'assurer que l'intérêt social de la société soit bien respecté pendant les offres publiques.

## **Première sous-partie. Le régime de lege lata : la permissivité.**

**390.** Les comportements de court-terme ont une influence déterminante sur le résultat des offres publiques. Or, les actionnaires à l'origine de ces comportements ne correspondent pas à la vision qu'a le législateur du comportement d'actionnaire pendant les offres publiques. Or, le droit actuel encadrant les offres publiques n'impose aucun devoir et aucune limite aux actionnaires. De plus, la législation française en la matière n'offre pas de protection spécifique aux sociétés cotées. La législation est particulièrement permissive vis-à-vis de ces comportements et offre peu de moyens aux sociétés pour se prémunir ou se défendre vis-à-vis de ces actionnaires.

## **Chapitre 1. L'absence de protection légale.**

**391.** L'arbitrage financier correspond à un comportement qui est en inadéquation profonde avec la vision de l'actionnaire sur laquelle est fondée le droit des offres publiques. Alors que le législateur envisage un actionnaire de long-terme, l'arbitrage a pour finalité le profit financier à court-terme. Ce comportement peut donc avoir des conséquences négatives pour la société cible de l'offre, s'il permet la réalisation d'une offre peu ou pas pertinente sur le plan économique. Nous allons maintenant étudier l'état de la réglementation actuellement applicable à cette question pour juger si celle-ci offre une protection aux sociétés. Le problème de l'arbitrage financier ne se pose pas si les sociétés ont les moyens de prévenir l'action des arbitragistes dans des situations où ces dernières peuvent compromettre son développement à long-terme. Le droit boursier encadre, au nom de l'impératif de transparence, la plupart des moyens permettant de prendre le contrôle d'une importante part du capital d'une société et vient poser des limites significatives. Ces limites aux prises de contrôle rampantes par un investisseur sont de nature à pouvoir défendre la société contre un fonds arbitragiste étant donné que ce dernier a la qualité d'actionnaire et se verra donc appliquer ces mesures. Il existe donc tout un arsenal de mesures destinées à assurer la transparence du marché et à protéger les actionnaires minoritaires. Aucune d'elle ne semble cependant être réellement de nature à pouvoir neutraliser l'intervention d'actionnaires de court-terme et de réduire leur influence sur le mécanisme de l'offre (§1). Le droit français offre aussi de nombreuses possibilités de défense aux sociétés que ces dernières peuvent adopter de façon optionnelle. Il s'agit des défenses statutaires, mises en œuvre de manière volontaire dans les statuts des sociétés. On peut douter de leur efficacité étant donné qu'elles reposent sur les mêmes mécanismes que ceux des mesures de défense issues de la réglementation. Les seules mesures efficaces présentent dans la réglementation pour endiguer l'arbitrage financier en période d'offre publique restent les règles sur les abus de marché. Elles sont cependant conçues pour protéger le marché et ne sont finalement efficaces que si l'actionnaire de court-terme a commis une faute constituant un abus de marché (§2).

## **§1. Les défenses découlant de la législation.**

**392.** Une réglementation spécifique encadre les prises de participations importantes dans les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Le législateur s'est ainsi attaché à garantir la transparence des participations dans les sociétés cotées. L'idée sous jacente à cette réglementation est de s'assurer que le marché ait une parfaite connaissance de la répartition du capital au sein des sociétés. C'est ce à quoi s'emploie la réglementation sur les déclarations de franchissement de seuil (A). Le législateur a aussi posé des barrières aux prises de contrôle dites rampantes pour protéger les actionnaires minoritaires, notamment à travers l'action de concert et le régime spécifique de l'offre publique obligatoire. L'ensemble de ces dispositions ont cependant été soumises à la créativité de la pratique, ce qui en fait un domaine en pleine évolution (B).

### **A. La transparence des participations.**

**393.** La transparence des participations au capital est assurée en premier lieu par l'obligation légale de déclaration des franchissements de certains seuils lors de la constitution d'une participation dans une société (1)<sup>1092</sup>. De nombreux cas de contournement ont été relevés ces derniers temps, les affaires dites « Wendel » et « Hermès » conduisant à de nombreuses modifications législatives (2).

#### **1. L'obligation légale de déclaration des franchissements de seuils.**

**394.** Le régime de déclaration des franchissements de seuils consiste à donner une information au marché lorsqu'un actionnaire vient à franchir un certain niveau de

---

<sup>1092</sup> Rodolph Elineau, Jurisclasseur Sociétés, Traité, Fascicule 2131 : Franchissement de seuils. Cote 01.2009, 2 : « Le besoin de transparence des marchés financiers est la force motrice de ce mastodonte réglementaire qu'est la déclaration de franchissements de seuils. Cette transparence est tout d'abord au service de la société émettrice elle-même qui peut ainsi mesurer sa vulnérabilité à une éventuelle offre publique et prendre les décisions adaptées. Les actionnaires sont également intéressés par cette réglementation qui leur permet de suivre avec attention l'évolution de leur environnement immédiat et le comportement de leurs pairs. Enfin, le public se voit conférer une partie des armes lui permettant de prendre une décision d'investissement ».

participation dans le capital de l'émetteur (a) ; un régime de sanction particulier s'applique en cas de non déclaration du-dit franchissement (b).

a. L'information du marché<sup>1093</sup>.

**395. Les seuils à déclarer.** La déclaration des franchissements de seuils a été initiée en 1981<sup>1094</sup> avec une obligation de déclarer le seuil des 10%. Cette réglementation vise l'ensemble des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé et qui ont leur siège en France. Cette obligation a été étendue aux émetteurs qui ont des titres admis à la négociation sur un marché de l'espace économique européen, sans qu'ils n'aient pour autant leur siège dans ce même espace<sup>1095</sup>. La question de savoir sur quels titres doit porter la transparence est en évolution permanente depuis un débat ouvert en 2008<sup>1096</sup> (nous y reviendrons dans un développement entièrement consacré à ce sujet<sup>1097</sup>). Nous relèverons que, bien naturellement, c'est l'AMF qui a compétence pour recevoir et vérifier les déclarations de franchissements de seuils et, éventuellement, sanctionner un manquement à cette obligation<sup>1098</sup>. L'obligation légale de déclaration des franchissements de seuils ne vise pas moins de dix seuils différents à déclarer. Il s'agit du franchissement, à la hausse ou à la baisse, des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66.6%, 90% et 95% du capital ou des droits de vote de la société<sup>1099</sup>. Ces nombreux seuils à déclarer ont parfois été dénoncés

---

<sup>1093</sup> Rodolph Elineau, Jurisclasseur Sociétés, Traité, Fascicule 2131 : Franchissement de seuils. Cote 01.2009 et Lamy Sociétés Commerciales 2012, n°4454 et suivants. Voir aussi : ANSA n°189, L'identification des actionnaires des sociétés cotées, P. Bissara et J.P Valuet, ANSA 1997 ; Th Bonneau, La réforme 2005 des franchissements de seuils, Bull. Joly Bourse 2005, p.694 ; P.H Conac, Les franchissements de seuils, Rép. Sociétés Dalloz et Le nouveau régime des franchissements de seuils, Rev. Soc. 2009, p. 477 ; C. Maison-Blanche et D. Lecat, Essai de synthèse sur les actions en cas de violation de l'obligation de déclaration des franchissements de seuils dans le capital et les droits de vote des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé, RTDF 2007, p.146 ; H. Segain, Les franchissements de seuils : évolutions récentes, RTDF 2008, p.7.

<sup>1094</sup> Décision Générale de la Commission des Opérations de Bourse du 17 mars 1981 et arrêté ministériel du 1<sup>er</sup> avril 1981.

<sup>1095</sup> Loi n°2007-1774 du 17 décembre 2007 et Article L.451-1-1 C. Mon. Fin.

<sup>1096</sup> Groupe de travail présidé par Bernard Field, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Autorité des Marchés Financiers, Octobre 2008.

<sup>1097</sup> Voir infra n°403 et suivants.

<sup>1098</sup> Article L.451-1-5 C. Mon. Fin.

<sup>1099</sup> Article L.233-7 I C. com. : « Lorsque les actions d'une société ayant son siège sur le territoire de la République sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un marché d'instruments financiers admettant aux négociations des actions pouvant être inscrites en compte chez un intermédiaire mentionné à l'article L.211-3 du code monétaire et financier, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois

comme étant trop nombreux<sup>1100</sup>, mais certains d'entre eux sont issus de la législation européenne en la matière<sup>1101</sup>. Un autre seuil est celui de l'excès de vitesse d'acquisition<sup>1102</sup>, c'est-à-dire l'acquisition de plus de 2% du capital ou des droits de vote de la société lors des douze derniers mois. Ce franchissement de seuil ne s'applique que pour un actionnaire détenant entre 33.3% et 50% du capital ou des droits de vote de l'émetteur. Tout investisseur, venant à franchir l'un de ces seuils devra en informer l'autorité des marchés financiers, qui se chargera alors de publier cette information, ainsi que l'émetteur concerné. Cette déclaration devra également avoir lieu si ce franchissement de seuils s'effectue dans le cadre d'une action de concert entre plusieurs investisseurs, nous aurons l'occasion de revenir sur l'appréhension de cette notion et sa difficile application à des fonds arbitragistes<sup>1103</sup>. Il existe aussi des dérogations à cette obligation de déclaration. N'auront pas à être déclarées les actions acquises « *aux seules fins de la compensation, du règlement ou de la livraison d'instruments financiers* »<sup>1104</sup>, celles qui sont « *détenues par les teneurs de comptes conservateurs dans le cadre de leur activité de tenue de compte et de conservation* »<sup>1105</sup>, celles « *détenues par un prestataire de service d'investissement dans son portefeuille de négociation* »<sup>1106</sup> et celles « *remises aux membres du Système européen de banques centrales* »<sup>1107</sup>. A notre sens, aucune des dérogations ci-dessus mentionnées ne trouveront à s'appliquer à des actionnaires de court-terme, ces derniers n'étant pas des prestataires de service d'investissement et n'effectuant généralement pas l'une des opérations visées ci-dessus. D'autres exceptions sont aussi prévues en cas de franchissement du seuil des 20% du capital mais ne trouveront pas à s'appliquer aux arbitragistes<sup>1108</sup>.

---

*dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote informe la société dans un délai fixé par décret en Conseil d'Etat, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède.*

*L'information mentionnée à l'alinéa précédent est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils mentionnés par cet alinéa ».*

<sup>1100</sup> Bulletin ANSA, noté pour vous, Projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, Bulletin ANSA n°05-025, mai 2005, II, Informations périodiques, page 2.

<sup>1101</sup> Directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la côte officielle et l'information à publier sur ces valeurs ; Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition ; Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

<sup>1102</sup> Article 234-5 RGAMF.

<sup>1103</sup> Voir infra n°416.

<sup>1104</sup> Article L.233-7, IV, 1° C. com.

<sup>1105</sup> Article L.233-7, IV, 2° C. com.

<sup>1106</sup> Article L.233-7, IV, 3° C. com.

<sup>1107</sup> Article L.233-7, IV, 4° C. com.

<sup>1108</sup> Article L.233-7, V C. com.

**396. L'information à fournir.** En cas de franchissement de l'un des seuils précédemment énumérés, l'investisseur sera débiteur de l'obligation d'information<sup>1109</sup> auprès de l'AMF<sup>1110</sup> et de l'émetteur<sup>1111</sup>. L'investisseur a un délai de cinq jours de bourse pour effectuer cette déclaration<sup>1112</sup>, le point de départ étant l'inscription des titres au compte de l'acheteur<sup>1113</sup>. Le nombre d'actions à déclarer est celui au jour du franchissement de seuil et non au jour de la déclaration<sup>1114</sup>. En ce qui concerne le contenu de l'information à fournir, celui-ci va varier en fonction du créancier de l'obligation d'information. En ce qui concerne l'émetteur, l'investisseur devra l'informer, suite au franchissement de seuil, du nombre d'actions qu'il détient mais aussi « *le nombre de titres qu'il possède donnant accès à terme au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés* »<sup>1115</sup> et les actions qu'il peut acquérir via des produits dérivés<sup>1116</sup>. Si le créancier de l'information est le régulateur, la déclaration devra alors mentionner<sup>1117</sup> l'identité du déclarant, la date du franchissement de seuil, l'origine de ce franchissement de seuil et la nouvelle situation résultant de ce franchissement de seuil en termes de détention du capital et des droits de vote. Surtout, en cas de franchissement de certains seuils, l'investisseur doit déclarer ses intentions quant à la stratégie qu'il entend suivre à court terme vis-à-vis de la société<sup>1118</sup>. Ce dispositif, en partie inspiré du *put up or shut up* du *Takeover Panel* anglais<sup>1119</sup>, a pour but d'éviter que les rumeurs ne viennent empêcher le fonctionnement normal du marché<sup>1120</sup> et a déjà prouvé son efficacité<sup>1121</sup>. Initialement, seuls les seuils de 10 et 20% étaient concernés, le législateur est venu élargir cette obligation aux

---

<sup>1109</sup> Article L.233-7, I C. com., le débiteur de l'information de déclaration est en effet « *toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert* ».

<sup>1110</sup> Article 223-14 RGAMF.

<sup>1111</sup> Article L.233-7 I C. com..

<sup>1112</sup> Article L.233-7 I C. com. et Article 223-14 I RGAMF.

<sup>1113</sup> Rodolph Elineau, Jurisclasseur Sociétés, Traité, Fascicule 2131 : Franchissement de seuils. Cote 01.2009, 59.

<sup>1114</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.* CA Paris, 1<sup>ère</sup> ch, 18 nov. 2003, SA CNIM c. Sté Idi, Bull. H. Le Nabasque, Bull. Joly Sociétés 2004, p.231.

<sup>1115</sup> Article L.233-7, I C. com.

<sup>1116</sup> Nous aurons l'occasion de revenir sur ce point, question cruciale suite à l'affaire Hermès. Infra, n°403 et suivants.

<sup>1117</sup> Article 223-14 RGAMF et Instruction AMF n°2008-08 du 8 février 2008.

<sup>1118</sup> Article L.233-7, VII C. com. et Article 233-17 RGAMF. Cet article a récemment été modifié par l'ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009.

<sup>1119</sup> The Takeover Code, Rule 2, The Panel on takeovers and mergers.

<sup>1120</sup> Les rumeurs concernant un émetteur peuvent être préjudiciable à ce dernier ainsi qu'au marché et une réaction appropriée doit alors être mise en œuvre, que la rumeur soit exacte ou inexacte : Didier Martin, L'émetteur face à la rumeur, Bull. Joly Bourse, Décembre 2012, p.565.

<sup>1121</sup> Yves Schmidt et Maxime Salle, Artémis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA : l'AMF devra clarifier ses intentions, RTDF, 2007, n°2, p.34 et Antoine Vignial et Catherine Maison-Blanche, Le nouveau régime des déclarations d'intention dans la phase préparatoire à l'offre, RTDF 2007, n°1, p.20.

seuils de 15 et 25%<sup>1122</sup>. L'investisseur doit principalement déclarer quelle sera sa future stratégie vis-à-vis de la société, ou encore s'il compte demander la nomination d'un administrateur au conseil d'administration ou au conseil de surveillance de la société<sup>1123</sup>. La réforme<sup>1124</sup> est aussi venue ajouter l'obligation de déclarer quels ont été les modes de financement de l'acquisition ainsi que « *la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre* ». Cette réforme a aussi raccourci le délai pendant lequel les intentions sont valables et lient leur auteur (six mois contre douze auparavant), ce dernier pouvant en changer librement<sup>1125</sup>. Une déclaration doit aussi intervenir en cas de rumeur d'offre publique<sup>1126</sup>.

**397.** Les actionnaires de court-terme, et principalement les *hedge funds* arbitragistes, seront donc confrontés à l'obligation de déclarer leurs participations et leurs intentions au capital de la société. Ce dispositif légal, qui vient renforcer la transparence des marchés, peut venir limiter l'action de certains arbitragistes en les forçant à déclarer leur participation, ce qu'ils ne recherchent pas forcément. Il devront informer le marché au fur et à mesure de leur montée au capital de la société. La déclaration d'intention, en cas de franchissement de certains seuils, vient aussi les obliger à exposer leur stratégie quant à l'avenir de leur participation. Cela reste cependant extrêmement théorique étant donné que les actionnaires arbitragistes n'atteindront que très rarement le seuil nécessaire à une telle déclaration d'intention. Même si cette transparence est souhaitable et nécessaire et vient nécessairement compliquer les campagnes activistes, elle n'est cependant pas une limite absolue contre l'action des actionnaires de court-terme. Nous avons pu constater dans certains exemples que

---

<sup>1122</sup> Article 231-40 RGAMF ; Dominique Bompont, Modification des règles des franchissements de seuil et des intentions, RD bancaire et fin., n°2 Mars 2009, com. 74 ; Alain Viandier, La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009, JCP E n°11, 12 mars 2009, n°1248. Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les franchissements de seuil de participation et les déclarations d'intentions du 28 avril 2009.

<sup>1123</sup> Article L.233-7, VII C. com. : « (...) Cette déclaration précise les modes de financement de l'acquisition, si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquiescer ou non le contrôle de la société, la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre ainsi que tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote. Elle précise si l'acquéreur envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance (...) ».

<sup>1124</sup> Pour une vision d'ensemble de cette réforme : Alain Pietrancosta, Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA, RTDF, 2006, n°3, p.4.

<sup>1125</sup> Auparavant, le changement d'intentions nécessitait la survenance de « *modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées* », Article L.233-7, VII (ancien) C. com.

<sup>1126</sup> Article L.433-1, V C. Mon. Fin. sur la déclaration d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique d'acquisition. N. Rontchevsky, Ch Goyet et M Storck, Les modifications du règlement général de l'autorité des marchés financiers achèvent la réforme du droit français des offres publiques d'acquisition, RTD com. 2007, p.185.

les *hedge funds* activistes ne sont pas forcément hostiles à la transparence. A l'inverse les arbitragistes seront généralement réfractaires à une telle lumière et il est fort probable qu'un nombre consistant de ces investisseurs ne procèdent pas aux déclarations<sup>1127</sup>. Surtout, même si cette obligation de déclaration apporte de la transparence elle ne vient en rien empêcher l'arbitrage financier lors d'une offre publique. Les franchissements de seuils seront loin d'être un rempart efficace contre les arbitragistes.

## b. Les sanctions.

**398. La privation des droits de vote.** La sanction prévue par la législation, en cas d'absence de déclaration, est la privation automatique des droits de vote attachés aux actions non déclarées pendant un délai de deux ans<sup>1128</sup>. L'actionnaire défaillant ne pourra pas non plus les déléguer. Pour cela il faut que l'investisseur n'ait pas effectué de déclaration ou que sa déclaration soit irrégulière. La doctrine<sup>1129</sup> estime qu'il y aura manquement à l'obligation de déclaration dès lors que la déclaration effectuée sera incomplète, erronée ou lacunaire. La sanction semble être applicable de manière automatique et quelle que soit la gravité du manquement.

**399.** Cette sanction n'est cependant pas parfaitement claire. Il se pose ainsi la question de la déclaration d'un seuil par un investisseur n'ayant pas déclaré un seuil inférieur qu'il a pourtant nécessairement franchi. La question fait l'objet d'une jurisprudence contradictoire et

---

<sup>1127</sup> Entretien avec Bertrand Durupt, Géraldine Périchon, Direction des émetteurs – division des offres publiques, Autorité des Marchés Financiers, Laurent Schwager, 13 février 2013 ; Entretien avec Hubert Segain, Avocat Associé, Herbert Smith LLP, 17 juillet 2012.

<sup>1128</sup> Article L.223-14 C. com. : « *L'actionnaire qui n'aurait pas procédé régulièrement aux déclarations prévues aux I, II, VI bis et VII de l'article L.233-7 auxquelles il était tenu est privé des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification. Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant. Le tribunal de commerce dans le ressort duquel la société a son siège social peut, le ministère public entendu, sur demande du président de la société, d'un actionnaire ou de l'Autorité des marchés financiers, prononcer la suspension totale ou partielle, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, de ses droits de vote à l'encontre de tout actionnaire qui n'aurait pas procédé aux déclarations prévues à l'article L. 233-7 ou qui n'aurait pas respecté le contenu de la déclaration prévue au VII de cet article pendant la période de six mois suivant sa publication dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers* ».

<sup>1129</sup> Rodolph Elineau, Jurisclasseur Sociétés, Traité, Fascicule 2131 : Franchissement de seuils, n°71 et ANSA, sept-oct 1990, n°2516 ; nov-déc. 1990, n°2529.

n'a pas encore été tranchée par la cour de cassation<sup>1130</sup>. La doctrine est aussi partagée entre une privation des droits de vote de l'ensemble des actions excédant le seuil non déclaré<sup>1131</sup> et une privation pour les seules actions comprises entre le seuil non déclaré et le seuil déclaré<sup>1132</sup>. Il nous semble que la finalité des textes sur les franchissements de seuils est d'assurer la transparence. Dès lors qu'un second seuil est franchi et déclaré cette dernière est assurée. On peut estimer qu'une sanction est nécessaire pour le manquement à l'obligation de déclaration mais que la sanction automatique de privation des droits de vote n'a plus à s'appliquer dès lors que cette transparence est assurée. Une autre difficulté tient à la reconnaissance d'une action de concert et aux pouvoirs dont dispose le bureau de l'assemblée générale pour éventuellement appliquer cette sanction automatique<sup>1133</sup>. Une question reste en débat, celle de savoir si un actionnaire privé de ses droits de vote suite à un franchissement de seuil non déclaré peut recevoir mandat pour voter en assemblée générale. La réponse nous semble être positive étant donné que « *Un actionnaire peut se faire représenter par un autre actionnaire* »<sup>1134</sup>, or la privation des droits de vote ne fait pas perdre cette qualité d'actionnaire. En pratique, même si un actionnaire est privé de tout ou partie de ses droits de vote, il pourra quand même mener une *proxy fight* contre les dirigeants de la société. Cette sanction par la privation est opportune car elle s'applique de manière automatique, pour une durée de deux ans, ce qui évite un long contentieux à l'émetteur<sup>1135</sup>. Enfin, elle peut être plus durcie. Le tribunal de commerce « *peut prononcer la privation totale ou partielle, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, de ses droits de vote à l'encontre de tout actionnaire qui n'aurait pas procédé aux déclarations prévues à l'article L. 233-7* »<sup>1136</sup>. Si tel était le cas, l'actionnaire se trouverait avec une participation qu'il ne pourrait que vendre. Relevons enfin que l'investisseur a toujours la possibilité de régulariser la situation s'il a omis de déclarer le franchissement d'un seuil. De l'avis de l'ANSA, « *à compter de la régularisation, l'actionnaire n'est plus dans une situation irrégulière et les actions qu'il acquière bénéficient*

<sup>1130</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.* Le TGI de Strasbourg a ainsi estimé qu'il fallait priver de droit de vote l'ensemble des actions excédant le premier seuil non déclaré (TGI Strasbourg, 2<sup>ème</sup> Chambre, 29 mai 1997, SA Strafor Facom c. SA Verneuil Finance ; Voir notamment : Bull. Joly Sociétés 1997, p.771, note N. Rontchevsky). La Cour de Versailles a retenu une attitude moins radicale sur cette question (CA Versailles, 13<sup>ème</sup> Chambre, 9 avril 1992, CSEE c. GPG ; Voir notamment : Paul Le Cannu, Bull. Joly Sociétés 1992, p.631).

<sup>1131</sup> Voir notamment P.H Conac, Franchissement de seuils, Rép. Sociétés Dalloz, n°139.

<sup>1132</sup> Voir notamment C. Maison-Blanche et D. Lecat, Essai de synthèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration des franchissements de seuils dans le capital et les droits de vote des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé, RTDF 2007, n°3, p.146.

<sup>1133</sup> Rodolph Elineau, Jurisclasseur Sociétés, Traité, Fascicule 2131 : Franchissement de seuils, n°74 et suivants.

<sup>1134</sup> Article L.225-106, I, alinéa 1<sup>er</sup> C. com.

<sup>1135</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.* Il semble cependant que l'émetteur pourrait saisir en référé le Président du Tribunal de commerce : CA Paris, Pôle 1, ch 2, 10 juin 2009, SA Gecina c. Sté Metrovacesa. Voir ainsi : RJDA 2009 n°864 ; Bull. Joly Sociétés 2009, p.781.

<sup>1136</sup> Article L.223-14 C. com.

*donc toutes du droit de vote* », même si elles n’avaient pas été initialement déclarées<sup>1137</sup>. La régularisation ne pouvant être implicite<sup>1138</sup>, une déclaration devra être faite à l’émetteur concerné et au régulateur. Les activistes n’auront d’autre choix que de jouer le jeu de la transparence vis-à-vis de l’émetteur et du marché et ne pourront pas chercher à se soustraire à leurs obligations en la matière. Il en va différemment pour un arbitragiste qui n’aura pas besoin de ses droits de votes pour mener sa stratégie à bien. Dès lors, la privation des droits de vote n’est pas un élément déterminant pour dissuader les actionnaires de court-terme à ne pas déclarer leur participation. La réglementation actuelle en la matière nous paraît donc satisfaisante pour l’ensemble des actionnaires qui auront besoin de leurs droits de vote. A l’inverse, elle ne paraît pas assez dissuasive pour les autres investisseurs, comme les arbitragistes, dont la privation des droits de vote ne constitue pas une sanction suffisamment dissuasive.

**400. Les autres sanctions.** L’absence ou la mauvaise déclaration d’un franchissement de seuil peut entraîner d’autres sanctions. Elles seront plus dissuasives pour les arbitragistes car ne reposant pas sur la privation des droits de vote. Nous l’avons vu, le tribunal de commerce peut, s’il estime le manquement important, priver l’investisseur de tout ou partie de ses droits de vote pendant un délai maximum de cinq ans<sup>1139</sup>. Cette sanction nécessite cependant une intention frauduleuse de l’investisseur<sup>1140</sup>. Cette sanction est facultative et intervient en complément de la privation automatique des droits de vote étudiée précédemment. Surtout, et autrement plus dissuasif pour un fonds arbitragiste, le gestionnaire du *hedge fund* pourra se voir imposer une sanction pénale pour son manquement d’information<sup>1141</sup>, celui-ci ne pouvant invoquer une éventuelle délégation de pouvoirs<sup>1142</sup>.

---

<sup>1137</sup> ANSA, Comité juridique du 4 avril 2012, 2012-III, Sanction du défaut de déclaration des franchissements de seuils et OPA obligatoire, n°12-028.

<sup>1138</sup> Rodolph Elineau, Jurisclasseur Sociétés, Traité, Fascicule 2131 : Franchissement de seuils, n°74 et Ch. Com, 10 mai 2006, n°04.10-696 : la cour de cassation a indiqué que les déclarations de franchissement du seuil des 20% ne faisaient pas mention des franchissements de seuils précédents et ne pouvaient donc pas les régulariser a posteriori. A contrario, on peut estimer qu’une régularisation peut avoir lieu avec la déclaration du franchissement de seuil antérieur.

<sup>1139</sup> Article L.233-14, alinéa 4 C. com.

<sup>1140</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.* TGI Strasbourg, 2<sup>ème</sup> chambre, 29 mai 1997, SA Strafor Facom c. SA Verneuil Finance. Cette intention frauduleuse peut découler de la volonté d’une prise de contrôle dissimulée de la société ou des conséquences qu’ont cette prise de participation sur l’émetteur ou les actionnaires de ce dernier. Voir notamment : CA Versailles, 13<sup>ème</sup> ch., 9 avril 1992, CSEE c. GPG.

<sup>1141</sup> Article L.247-2, I C. com. : « Est puni d’une amende de 18.000 euros le fait pour les [dirigeants] des personnes morales, ainsi que pour les personnes physiques de s’abstenir de remplir les obligations d’informations auxquelles cette personne est tenue, en application de l’article L.233-7, du fait des participations qu’elle détient ».

<sup>1142</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.* Voir notamment pour le cas de la délégation de pouvoir (mais pas dans un *hedge fund*) : TGI Paris, 11<sup>ème</sup> ch., 30 juin 1992 : Bull. Joly Bourse, 1993, p.35, note P. Le Cannu.

401. De la même manière, l'investisseur pourra se voir imposer une sanction administrative du régulateur<sup>1143</sup>, ce qui a déjà été effectué<sup>1144</sup>. On peut relever que, tout comme en matière d'abus de marché, une question de conformité se pose avec le principe *non bis in idem* du fait du possible cumul d'une sanction pénale avec une sanction administrative. Relevons aussi qu'il existe des sanctions spécifiques concernant l'absence de déclaration d'intention si l'investisseur doit en effectuer une. L'actionnaire débiteur de cette information mais manquant à cette obligation ne sera soumis aux mêmes sanctions que s'il avait manqué à son obligation de déclaration des franchissements de seuil<sup>1145</sup>. Si un actionnaire déclare un franchissement de seuil mais omet de faire la déclaration d'intention, il se verra aussi appliquer la privation automatique des droits de vote. Les arbitragistes ne respectant pas cette obligation risquent donc d'être dans l'impossibilité de mener leur action à sa fin et d'être sanctionnés de manière sévère par le régulateur et le juge pénal. Ils n'auront dès lors aucun intérêt à manquer à cette obligation de déclaration étant donné qu'ils risqueront des sanctions autrement plus dissuasives. Il ne reste qu'en pratique ces fonds ne déclareront pas toujours leur participation et que le dispositif reste limité.

## **2. La réponse législative aux tentatives de contournement.**

402. Le caractère peu dissuasif des sanctions pour les actionnaires de court-terme est renforcé par les tentatives de contournement qui ont eu lieu ces dernières années. Certaines affaires ont démontré qu'il était possible de contourner les règles de déclaration des franchissements de seuils, notamment avec l'utilisation de produits dérivés (a). Cela a conduit à une modification législative visant à prendre en compte une plus grande catégorie de titres dans le calcul du seuil à déclarer (b).

---

<sup>1143</sup> Article L.621-14 C. com. : « *Le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* ».

<sup>1144</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.* Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 9 novembre 2006, Société Jousse Morillon Investissement. Laurence Boisseau, Gilaspi, la société de Marc Eisenberg, risque une sanction de l'AMF, Les Echos, 19 octobre 2012.

<sup>1145</sup> L'article L.233-14 du Code de commerce s'applique également en cas de manquement à l'obligation de déclaration d'intention.

#### a. La prise de conscience des lacunes de la législation.

**403. Les affaires Wendel Investissement – Saint-Gobain et LVMH - Hermès.** Ces deux affaires sont à l'origine d'une prise de conscience quant à l'utilisation de produits dérivés pour contourner les règles relatives aux franchissements de seuils. Elles portent sur un point fondamental qui est celui de savoir quels titres doivent être pris en compte dans cette déclaration. Outre les actions, le législateur doit aussi déterminer quelles autres catégories de titres doivent être assimilées à des actions. Le Code de commerce prévoit des cas dans lesquels des actions, ou d'autres titres financiers, seront considérés comme étant détenus par l'actionnaire même si ce n'est pas forcément juridiquement le cas<sup>1146</sup>, notamment s'il s'agit de produits dérivés<sup>1147</sup>. Malgré ces précisions législatives, il semble que l'ingénierie financière renouvelle de façon constante cette question<sup>1148</sup>.

**404.** Relevons tout d'abord que, comme tout autre investisseur, un actionnaire arbitragiste peut avoir intérêt à constituer une participation importante dans la discrétion pour ne pas faire varier trop fortement le cours de bourse et surtout ne pas attirer l'attention de dirigeants qui pourraient mettre en place des dispositifs de défense<sup>1149</sup>. La seconde remarque est que ce phénomène n'est pas limité à l'hexagone<sup>1150</sup> mais concerne aussi les Etats-Unis<sup>1151</sup> et l'Allemagne<sup>1152</sup>. Deux autres affaires ont aussi eu lieu en France, attirant moins l'attention, il s'agit de la montée au capital de Valeo du fonds Pardus<sup>1153</sup> et de celle de PAI Partners au

---

<sup>1146</sup> Article L.233-9 C. com.

<sup>1147</sup> Article L.233-9-4 et suivants C. com.

<sup>1148</sup> On peut ainsi se reporter aux interrogations de l'ANSA sur la prise en compte des actions de préférence sans droit de vote dans ce mécanisme. ANSA, Comité juridique du 4 avril 2012, 2012-III, n°12-026.

<sup>1149</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason, La dérive des produits dérivés, Considérations pratiques sur les produits dérivés et les franchissements de seuils, Colloque : L'actualité du droit financier sur fond de crise, RTDF 2009, n°1/2 ; D. Ohl, L'utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée, Bull. Joly Bourse 2009, p.332.

<sup>1150</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason, *Ibid* et Henry T.C. HU, Debt, Equity and hybrid decoupling : governance and systemic risk implications, University of Texas, 15 juin 2005 ; Autorité des Marchés Financiers, Rapport du Groupe de travail présidé par Bernard Field sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Octobre 2008, p.5 et suivantes.

<sup>1151</sup> *Ibid*. Le fonds TCI a ainsi utilisé des Total Return Swaps pour monter au capital de CSX Corp. Le Tribunal saisit a cependant estimé qu'il s'agissait d'un manquement aux obligations de déclarations issues du *Williams Act*, voir *CSX Corporation vs. The Children Investment Fund, US District Court Southern District of New-York, 11 juin 2008*.

<sup>1152</sup> *Ibid*. Ce fût le cas avec le groupe Schaeffler qui s'empara ainsi d'une partie significative du capital de Continental. Le régulateur n'a pas retenu de manquement aux obligations de déclaration des franchissements de seuils. François Funck-Brentano et Alan Mason, La dérive des produits dérivés, Considérations pratiques sur les produits dérivés et les franchissements de seuils, Colloque : L'actualité du droit financier sur fond de crise, RTDF 2009, n°1/2.

<sup>1153</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason. Voir le communiqué de presse de Pardus du 15 janvier 2008.

capital d'Atos<sup>1154</sup>. Ces différentes affaires démontrent que des investisseurs, et notamment les *hedge funds*, peuvent avoir un intérêt à éviter cette obligation de déclaration des franchissements de seuils. L'idée est d'utiliser un produit dérivé<sup>1155</sup>, qui n'est pas assimilé à une action, pour monter au capital puis à le dénouer pour recevoir des actions de la société cible et ainsi obtenir une participation importante à son capital sans avoir eu à déclarer des seuils préalables. Ce seront les banques, contreparties aux dérivés, qui auront à déclarer ces seuils si elles étaient amenées à les franchir. Relevons dès à présent que « *Il existe deux modes de dénouement possible au terme de l'opération, soit un dénouement physique, qui s'opère par la livraison de l'actif sous-jacent (physically settled derivative), soit un dénouement monétaire qui s'opère par le versement d'un différentiel entre les positions prises (cash-settled derivative)* »<sup>1156</sup>.

**405.** La première affaire, celle concernant la montée de Wendel Investissement au capital de Saint-Gobain est cependant peu représentative du contournement des franchissements de seuils par des produits dérivés. Wendel avait conclu avec plusieurs prestataires de services d'investissement des contrats de Total Return Swap<sup>1157</sup> (TRS) à dénouement monétaire sur le titre Saint-Gobain<sup>1158</sup> ainsi que des ouvertures de lignes de crédits. Le 3 septembre 2007, Wendel demanda, le dénouement de ces contrats, forçant alors les banques à vendre leurs titres sur le marché, tout en procédant au rachat de ces mêmes titres en profitant de la baisse du cours. Wendel franchit alors à la hausse le seuil des 20% du capital et des droits de vote de la société. L'affaire fût portée devant l'AMF qui conclut à un manquement de la part de la société et de ses dirigeants, les condamnant à de lourdes sanctions pécuniaires. La décision de la commission<sup>1159</sup> des sanctions ne sanctionne pas un manquement à une obligation de déclaration des franchissements de seuils, les produits

---

<sup>1154</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason. AMF, Décision et information, 208C1198, 23 juin 2008.

<sup>1155</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason : « *Un produit dérivé peut être défini comme un contrat conclu à des fins de spéculation ou de couverture et qui tire sa valeur de l'évolution d'un actif sous-jacent* ».

<sup>1156</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason.

<sup>1157</sup> Définition de Total Return Swap, Lexique de Finance Vernimmen, Dalloz : « *Un TRS est une opération par laquelle deux acteurs échangent les revenus et le risque d'une valeur de deux actifs différents pendant une période donnée. Une des branches du swap est généralement un prêt à court terme, pour l'autre tout type de titre financier est imaginable (action,...)* ». Voir aussi : Don M. Chance, Equity Swaps and equity investing, The Journal of Alternative Investment, Summer 2004, p.75.

<sup>1158</sup> Antoine Gaudement, Affaire Wendel-Saint-Gobain, un parfum de LVMH ?, Dalloz 2011, p.855.

<sup>1159</sup> Décision de la Commission des sanctions de l'AMF à l'égard de la société Wendel SA, de Monsieur Jean-Bernard Lafonta et de la société Deutsche Bank Paris du 13 décembre 2010. Décision largement commentée : Hervé Le Nabasque, Total Return Swap : l'obsession du numérateur, Rev. Soc., 2011, p.212 ; Thierry Bonneau, Les prises de contrôle rampante rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> avril 2011, n°4, p.257 ; Yves Jobard et Matthias Pujos, Le principe de transparence sur les marchés financiers : rempart contre les prises de contrôle rampantes, RTDF 2011, n°3, p.50 ; Renaud Mortier, Affaire Wendel : rupture du charmes des Total Return Swaps (TRS), Dr. sociétés, 2011, n°6, comm. 114.

dérivés n'étant pas, à l'époque, assimilés à des actions. Elle relève alors un manquement à l'obligation d'informer le marché des opérations pouvant « *avoir une influence significative* » sur le cours de l'action<sup>1160</sup>. Cette opération constituant aussi une fraude à la loi<sup>1161</sup>. Cette décision de la commission des sanctions étant confirmée en appel par la Cour de Paris<sup>1162</sup>. L'affaire Wendel appelle deux commentaires de notre part. Tout d'abord, elle démontre qu'il existe un « second rideau » en plus des franchissements de seuils. Contourner l'obligation de déclaration en utilisant une faille ne veut pas dire qu'aucune déclaration ne devra être faite. Au contraire, on peut même estimer que, de toute manière, l'article 223-6 du règlement général de l'AMF<sup>1163</sup>, et la notion non définie « *d'opération financière* », est tellement large qu'une déclaration devra être effectuée. Il paraît donc difficile de monter au capital d'une société dans l'opacité, et de quelque manière que ce soit, sans violer ce règlement général. Cette affaire peut être nuancée, Wendel a en effet procédé à un dénouement en numéraire des produits dérivés et n'a donc pas directement acquis des titres de la société à l'issue de l'opération. A l'inverse, c'est ce que fit LVMH en montant au capital d'Hermès, utilisant les mêmes TRS<sup>1164</sup>.

**406.** LVMH conclut avec des banques des TRS sur le titre Hermès dont le dénouement était au départ en numéraire, mais un avenant modifia les contrats qui furent dénoués en titres<sup>1165</sup>. Elle annonça ainsi avoir franchi à la hausse le seuil des 5% du capital d'Hermès

---

<sup>1160</sup> « Il incombait à Wendel, en application des dispositions [...] du premier alinéa de l'article 223-6 du règlement général, de porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération, laquelle était susceptible d'avoir une influence significative sur le cours du titre Saint-Gobain » ; « en s'abstenant de porter à la connaissance du public l'information privilégiée relative à la mise en place d'une opération financière permettant de prendre à terme une participation substantielle dans le capital de Saint-Gobain, Wendel a méconnu, à tout le moins à compter du 3 septembre 2007 et jusqu'à la déclaration de franchissement de seuil du 26 septembre, les dispositions de l'article 223-2 du règlement général ».

<sup>1161</sup> « Il convient, en outre, de relever que le mécanisme mis en œuvre l'a été dans des conditions constituant un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et révélant ainsi une fraude à la loi ».

<sup>1162</sup> CA Paris, Pôle 5, Ch 5-7, 31 mai 2012, Sté Wendel, RG 2011/05307 ; Pauline Pailler, La cour d'appel de Paris consacre la décision Wendel, JCP E, août 2012, N°31, 1487, p.39 ; Hervé Le Nabasque, Wendel/Saint-Gobain : confirmation par la cour d'appel de Paris de la décision de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010, Rev. Soc., 2012, p.586 ; Antoine Gaudemet, Manquement à l'obligation de publier une information financière, RD bancaire et fin., 2012, septembre-octobre, p.51.

<sup>1163</sup> « Tout personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération. Si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si elle est en mesure de préserver cette confidentialité, la personne mentionnée au premier alinéa peut prendre la responsabilité d'en différer la publication ».

<sup>1164</sup> Frank Martin-Laprade et Sylvie Dariosecq, LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ?, Bull. Joly Bourse, 1er février 2011, n°2, p.152.

<sup>1165</sup> Voir le Rapport n°213 de Madame Nicole Bricq fait au nom de la commission des finances sur la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissement de seuils en droit boursier, du 20 décembre 2011, p.19 et suivantes.

International sans avoir préalablement déclaré aucun franchissement de seuil<sup>1166</sup>. A la fin de l'année 2010, LVMH détenait 20% du capital d'Hermès. Cette opération a marqué les esprits, entraînant la création d'un holding de contrôle<sup>1167</sup> regroupant les actionnaires familiaux d'Hermès<sup>1168</sup> et marqua le début d'une réelle prise de conscience en la matière. Des procédures judiciaires sont actuellement en cours devant l'AMF<sup>1169</sup> et le juge pénal<sup>1170</sup>, ces dernières pouvant cependant être classées sans suite<sup>1171</sup>. L'AMF, à l'issue de la procédure<sup>1172</sup>, prononça des sanctions à l'encontre de LVMH<sup>1173</sup>. La société plaidait le fait qu'elle n'avait pas souhaité éviter la réglementation mais simplement réaliser un investissement financier. La Commission des sanctions ne fût pas de cet avis<sup>1174</sup>. Le premier grief était celui de l'information inexacte, imprécise ou non sincère. Le Collège reprochait notamment à la société de ne pas avoir correctement comptabilisé les produits dérivés portant sur Hermès. L'information fournie par LVMH ne montrait pas sa forte exposition au risque de variation de l'aciton Hermès. L'AMF estime que LVMH a procédé ainsi pour ne pas éveiller les soupçons en dévoilant n'être exposé sur un seul titre<sup>1175</sup>. L'autre grief portait, comme pour Wendel, sur l'absence d'information au marché quant à la préparation d'une opération financière. L'AMF commença tout d'abord par adopter une définition plus large de l'opération financière

---

<sup>1166</sup> AMF, Déclaration de franchissements de seuils 210C1109 du 27 octobre 2010.

<sup>1167</sup> Didier Martin, Benjamin Kanovitch et Guillaume Giuliani, Public M&A – Offres publiques, II. L'affaire Hermès, RTDF n°1, 2012, p.81. La création de ce holding de contrôle donne une illustration intéressante de sanctuarisation du capital et des problèmes liés à l'existence d'un concert déjà existant : Un capital verouillé, Le Monde, 6 septembre 2012 ; Nicole Vulser, La famille Hermès renforce son emprise sur le sellier, Le Monde, 31 mai 2012.

<sup>1168</sup> Décision de l'Autorité des Marchés Financiers, Hermès International, 7 janvier 2011, 2011C0024 ; Didier Martin, Benjamin Kanovitch et Guillaume Giuliani, Public M&A – Offres publiques, II. L'affaire Hermès, RTDF n°1, 2012, p.81 ; Hermès : l'AMF au secours des familles..., Jean-Jacques Daigres, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> mars 2011, n°3 ; Hermès « reclassé » !, Alain Couret, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> mars 2011, n°3 ; Stéphane Torck, Reclassement des titres Hermès : les relations troubles de l'action de concert et de la notion de groupe familial, Bull. Joly Bourse, Mai 2011, p.326.

<sup>1169</sup> La commission des sanctions de l'AMF ouvre le dossier LVMH-Hermès, L'AGEFI Quotidien, 2 octobre 2012 ; LVMH-Hermès : l'AMF menace de sortir son carton rouge, La Tribune, 1 octobre 2012.

<sup>1170</sup> Nicole Vulser, Plaintes en séries entre Hermès et LVMH, Le Monde, 04 octobre 2012 ; Dominique Chapuis, Hermès relance les hostilités face à LVMH, Les Echos, 5 septembre 2012 ; Hermès-LVMH, Drôle de guerre, Le Monde, 6 septembre 2012

<sup>1171</sup> Laura Fort, Pourquoi la plainte d'Hermès contre LVMH pourrait finalement être classée sans suite, La Tribune, 15 octobre 2012.

<sup>1172</sup> L. Boi et GM, L'affaire LVMH-Hermès devant la commission des sanctions de l'AMF, Les Echos, 31 mai 2013.

<sup>1173</sup> L. Boi, Hermès : LVMH sanctionné à hauteur de 8 millions d'euros, Les Echos, 2 juillet 2013.

<sup>1174</sup> Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers, Décision à l'encontre de LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton, 1<sup>er</sup> juillet 2013.

<sup>1175</sup> *Ibid*, p.19 : « *Considérant que, si LVMH s'était acquittée de son obligation de préciser que le risque actions était concentré, entièrement ou pour l'essentiel, sur un seul titre, elle se serait exposée à de légitimes interrogations du marché sur la composition des instruments financiers liés à la gestion de ce risque, ce qu'elle a, à l'évidence, préféré éviter ; (...)* ».

que celle retenue par la Cour de Paris dans l'affaire Wendel<sup>1176</sup>. L'AMF conclut aussi qu'il s'agissait de la préparation d'une opération financière, du fait de ses conséquences notamment, qui devait être communiquée au public, ce qui n'a pas été fait et a donc condamné LVMH sur ce motif. Cette affaire démontra que le régime des franchissements de seuils, même s'il avait été modifié<sup>1177</sup>, ne prenait pas en compte les instruments à dénouement monétaire et fût le départ d'un mouvement de modification législative.

**407. La réaction initiale.** Le droit français apparaissait en retard par rapport aux droits étrangers, notamment Britannique<sup>1178</sup>. Le début de la prise de conscience de ce retard date de 2008 avec le *Rapport Field*<sup>1179</sup>. Ce rapport préconisait ainsi l'assimilation de l'ensemble des instruments financiers comme étant des actions, notamment des fameux TRS<sup>1180</sup>, en plus des cas d'assimilation déjà existants<sup>1181</sup>. Le législateur suivit ces recommandations, mais seulement en partie laissant ainsi une opportunité... utilisée peu après par LVMH. Il donna ensuite l'autorisation au gouvernement de prendre une ordonnance pour régler cette

---

<sup>1176</sup> *Ibid*, p. 20 : « Considérant, en premier lieu, que, dans la procédure suivie contre la société Wendel, en l'absence de toute motivation de principe, la Commission des sanctions et la juridiction de recours se sont bornées à appliquer à un cas d'espèce les notions auxquelles se réfère l'article 223-6 du règlement général de l'AMF, sans donner de l'opération financière, de sa préparation ou de ses incidences une définition plus précise ou plus restrictive que celle résultant de cet article ; que l'on peut seulement en déduire, ce qui n'est au demeurant pas contesté, que la montée, dans des proportions importantes, au capital d'une société constituée, en soi, une opération financière ;

Considérant, ensuite, que, selon l'article précité, l'opération financière en préparation dont le public doit être informé est celle qui est susceptible d'avoir une incidence significative, soit « sur le cours d'un instrument financier », soit « sur la situation et les droits des porteurs » ; que ces conditions, qui délimitent le champ d'application de l'obligation d'information, sont, contrairement à ce qui est soutenu par LVMH, alternatives, et non cumulatives ; qu'elles seront examinées successivement ; (...) ».

<sup>1177</sup> Ordonnance 2009-105 du 30 janvier 2009 prise en application de l'article 152 de la loi n°2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions.

<sup>1178</sup> Le Takeover Code a ainsi inclut les titres à dénouement monétaire s'ils sont à dénouement long avec sa large définition de *Interest in securities* « Une personne qui détient une exposition économique à l'achat, qu'elle soit absolue ou conditionnel, dans le changement du prix d'un titre financier, sera traité comme étant intéressé dans ce titre. Une personne qui a seulement une position à la vente dans ces titres financiers ne va pas être traitée comme ayant un intérêt financier dans ces titres. En particulier, une personne va être traitée comme ayant un intérêt dans ces titres si : (1) il les détient ; (2) il a un droit (qu'il soit conditionnel ou absolue) d'exercer ou de diriger l'exercice des droits de vote attachés à eux ou en a un contrôle général ; (3) en vertu d'un accord d'achat, d'option ou de dérivée, il : (a) a le droit ou l'option de les acquérir ou d'appeler leur livraison ; ou (b) est sous l'obligation de se les voir livrer ».

<sup>1179</sup> Autorité des Marchés Financiers, Rapport du Groupe de travail présidé par Bernard Field sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Octobre 2008, p.10 et suivantes ; Publication du rapport du groupe de travail de l'AMF sur les déclarations de franchissement de seuil et les déclarations d'intention, RD Bancaire et Fin., n°6, Novembre 2008, alerte 15.

<sup>1180</sup> « Recommandation n°3 : Les instruments financiers à terme à dénouement monétaire procurant une exposition économique aux actions d'un émetteur devraient être assimilés aux participations détenues dans le capital de ce même émetteur : contrats d'échange d'actions (equity swaps), contrats avec paiement d'un différentiel (CFD) et tout accord ayant un objet ou un effet équivalent ».

<sup>1181</sup> Hervé Le Nabasque, Franchissements de seuils : les « titres assimilés », RTDF n°3, 2007, p.13. Une précédente réforme venait d'élargir cette notion avec l'Article 33-III de la Loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie ; Hubert Segain, Les franchissements de seuil : évolutions récentes, RT Bancaire et fin., 2008, n°2, Colloque « Actualité Boursière », p.7.

question<sup>1182</sup>, ce qui fût fait l'année suivante<sup>1183</sup>. Cette intervention législative se fit dans le cadre de la révision de la directive « *transparence* »<sup>1184</sup>, aujourd'hui en cours de révision<sup>1185</sup>. Les Etats membres avaient alors un arbitrage à effectuer entre deux options<sup>1186</sup>. L'assimilation restreinte proposait l'assimilation aux actions de l'ensemble des instruments financiers permettant d'acquérir des actions sur la seule volonté du porteur. Cette première option ne visait que les produits dénouables en titres. L'assimilation large visait l'assimilation de l'ensemble des instruments, même de ceux qui avaient un dénouement en espèces et ne conférant qu'une exposition économique à l'investisseur, généralement utilisés comme produits de couverture<sup>1187</sup>. La direction du Trésor et l'AMF ont ensuite mis en place un groupe de travail qui s'est prononcé pour une assimilation large<sup>1188</sup>, incluant les instruments dont le dénouement est monétaire. Il faut relever que cette assimilation peut poser un problème d'augmentation significative du nombre des déclarations et nécessite une modification des sanctions, la privation automatique des droits de vote en cas de dénouement monétaire semblant particulièrement inadaptée. Le régulateur a ensuite consulté la place sur cette question de la transposition<sup>1189</sup>.

**408.** In fine, le législateur a fait le choix de l'assimilation restreinte<sup>1190</sup>. Cette réforme n'a donc pas inclus les instruments à dénouement monétaire<sup>1191</sup>. Le législateur avait

---

<sup>1182</sup> Article 152 de la loi n°2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

<sup>1183</sup> Ordonnance 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions ; Dominique Bompont, Modification des règles de déclaration des franchissements de seuil et des intentions, RD Bancaire et Fin., n°2, Mars 2009, comm.74 ; Hubert Blanc-Jouvan et Marie-Fleur Rautou, Instruments financiers à terme et obligations déclaratives au titre de l'article L.233-11 du Code de commerce, RTDF, 2009, n°1/2, p.59 ; Daniel Ohl, L'utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> juillet 2009, n°4, p.332 ; Ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009, RD Bancaire et Fin., Mars-Avril 2009, n°73, p.64 ; Modification des règles de déclaration des franchissements de seuil et des intentions, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2009, n°73, p.66.

<sup>1184</sup> Directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la Directive 2004/1091/CE ; Pierre-Henri Conac, L'incidence de la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 en matière de franchissement de seuils, RTDF 2007, n°3, p.7.

<sup>1185</sup> Aussi sur cette question des produits dérivés dans les franchissements de seuils, voir notamment Pierre-Henri Conac, Chronique de droit des marchés financiers, III. Franchissements de seuil et déclarations d'intention, Rev. Soc., Juin 2010, p.267.

<sup>1186</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason, *Ibid.*

<sup>1187</sup> Gilles-Antoine Frot, Les opérations de couverture conclue au titre de dérivés actions, RTDF n°4, 2009, p.65.

<sup>1188</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason, *Ibid.*

<sup>1189</sup> Consultation publique de l'Autorité des Marchés Financiers sur son projet de règlement général concernant les franchissements de seuil de participation et les déclarations d'intentions du 28 avril 2009.

<sup>1190</sup> L'Article L.233-9-I-4° du Code de commerce vise « *Les actions déjà émises que cette personne, ou l'une des personnes mentionnées aux 1° et 3° est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L.211-1 du code monétaire et financier. Il en va de même pour les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions d'application du présent alinéa* » ; Frédéric Peltier et Catherine Maison-Blanche, Déclarations de franchissement de seuils – La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés, JCP E, n°20, 14 mai 2009, 1509 ; Alain Viandier,

cependant prévu que, même si ces instruments étaient exclus du régime de déclaration des franchissements de seuils, ils devaient faire l'objet d'une déclaration séparée de la part d'un investisseur en détenant et franchissant un seuil de déclaration suite à un achat d'actions<sup>1192</sup>. Même si cette réforme avait amélioré la transparence sur les marchés, elle n'obligeait pas un investisseur détenant une forte exposition économique dans la société à déclarer sa participation s'il n'avait pas franchi un seuil par le biais d'achat d'actions ou de produits dérivés à dénouement en titres<sup>1193</sup>. Nous l'avons vu, LVMH saisit cette opportunité pour rentrer par surprise, et à un niveau très important, au capital de Hermès.

#### b. Le régime actuel et l'arbitrage financier.

**409. La proposition de Loi « Marini » et la Loi « Warsmann II ».** Le caractère incomplet de la réforme a été vite perçu par la doctrine et a alimenté les réflexions en la matière<sup>1194</sup>, le modèle anglais apparaissant comme un exemple à suivre<sup>1195</sup>, le législateur laissant passer une occasion de régler la question en 2010<sup>1196</sup>. La première proposition de réforme proposant d'inclure les instruments à dénouement monétaire dans le calcul des franchissements de seuils fût initiée par le Sénateur Philippe Marini<sup>1197</sup>. Cette proposition de

---

La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009, JCP E, n°11, mars 2009, 1248.

<sup>1191</sup> ANSA numéro n°09-008, mars 2009.

<sup>1192</sup> Article 2-1° de l'Ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009.

<sup>1193</sup> François Funck-Brentano et Alan Mason : « *Toutefois ce nouveau dispositif ne permet pas d'assurer une transparence totale quant à l'utilisation de tels instruments. En particulier, bien que les instruments financiers à dénouement monétaire fassent l'objet d'une information séparée, celle-ci sera fournie dans la seule hypothèse où l'investisseur détient par ailleurs des titres devant faire l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils* ».

<sup>1194</sup> Alain Pietrancosta, Transparence des positions en dérivés actions : un modèle français ?, RTDF, 2011, n°1/2, p.3.

<sup>1195</sup> On peut se référer à l'étude des régimes de déclarations mis en place par le Takeover Code et la FSA réalisée par Alexandra Hayes et Jonathan Lewis, Instruments « Equity » et encadrement des offres publiques : l'expérience anglaise – Perspective britanniques sur les instruments dérivés sur actions à dénouement en numéraire, RD bancaire et fin., n°1, janvier 2009, étude 8.

<sup>1196</sup> Le législateur a en effet botté en touche lors du vote de la loi de régulation bancaire et financière, notamment sur la question de la prise en compte des titres à dénouement monétaire dans le cadre du seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire : Hervé Le Nabasque, Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier, Rev. Soc., 2010, p.547.

<sup>1197</sup> Pierre-Henri Conac, Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier, Rev. Soc., 2011, p.589 ; Frank Martin-Laprade, Commentaires sur la proposition de loi du Sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuils, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> octobre 2011, n°10, p.837 ; Stéphane Torck, Eclairage – Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi ?,

texte intégrait les instruments financiers à dénouement en espèces qui ont un effet économique similaire à la détention d'actions dans le calcul du franchissement de seuils. Le texte prévoyait de prendre en compte tous les titres compris dans le produit dérivé. Elle prévoyait aussi une obligation d'information sur la transformation des dérivés en actions pour que le marché soit au courant dès que le détenteur des dérivés devenait le propriétaire effectif des actions. Ce texte proposait aussi d'imposer une obligation de déclaration à 3% au lieu des 5% actuels et de renforcer le fonds de la déclaration d'intention en demandant à l'investisseur concerné d'informer le marché sur ses vues concernant l'éventuel dénouement de ses titres. Comme l'a relevé la doctrine, le principal défaut de cette proposition de loi reposait dans l'absence de distinction entre l'information au marché et le seuil de l'offre publique obligatoire<sup>1198</sup>. Il paraît difficile d'imposer le dépôt d'une telle offre à un investisseur qui a franchi le seuil des 30% avec des titres à dénouement monétaire... De la même manière, la sanction avec la privation automatique des droits de vote semble inadaptée. Cette proposition de loi s'inscrivait dans la suite du rapport Field<sup>1199</sup>, mais ne retint pas d'autres propositions en faveur d'une déclaration séparée de ces instruments monétaires<sup>1200</sup>.

**410.** Cette proposition de loi fût reprise par un autre texte législatif<sup>1201</sup>, qui, entre autre chose, porta la réforme<sup>1202</sup>. Ce texte acheva le mouvement de réforme en assimilant aux titres pris en compte pour le calcul du franchissement de seuil les instruments dérivés à dénouement monétaire<sup>1203</sup>. Cette loi reprit presque intégralement la proposition de Loi Marini précédemment étudiée<sup>1204</sup>. Cette réforme est aussi accompagnée de l'introduction d'une nouvelle obligation de déclaration lorsqu'un investisseur modifie la répartition de sa

---

Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> novembre 2011, n°11, p.576 ; Frank Martin Laprade, éclairage – Franchissements de seuils : plaidoyer en faveur d'une véritable réforme, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> décembre 2011, n°12, p.946.

<sup>1198</sup> Frank Martin-Laprade, *Ibid.*

<sup>1199</sup> Autorité des Marchés Financiers, Rapport du Groupe de travail présidé par Bernard Field sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Octobre 2008

<sup>1200</sup> Alain Pietrancosta, Transparence des positions en dérivés actions : un modèle français ?, RTDF, 2011, n°1/2, p.3

<sup>1201</sup> Loi n°2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dite Warsmann II.

<sup>1202</sup> Antoine Gaudemet, Les aspects de droit boursier de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juin 2012, n°6, p.484 ; Alain Couret et Bruno Dondero, La Loi Warsmann II relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives – aspect de droit des sociétés, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> avril 2012, n°4, p.360 ; Estelle Bouvier et Bertrand Bréhier, Eclairage – Franchissements de seuils : calcul des instruments dérivés à dénouement monétaire, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> septembre 2012, n°9, p.328.

<sup>1203</sup> La nouvelle rédaction de l'article L.233-9-4°bis du Code de commerce est « *sont assimilés aux actions et droits de vote possédés par la personne tenue à l'information (...) : 4° bis Les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L.211-1 du Code Monétaire et Financier réglé en espèce et ayant pour cette personne (...) un effet économique similaire à la possession desdites actions* ».

<sup>1204</sup> Cette fusion fût faite grâce à un amendement : Amendement de la commission des lois 297 à la proposition de loi AN n°3706 de simplification du droit et d'allègement des démarches administratives du 28 juillet 2011.

participation entre actions et produits dérivés<sup>1205</sup>. L'investisseur devra aussi déclarer ses intentions sur le dénouement des dérivés qu'il détient sur les titres de l'émetteur<sup>1206</sup>.

411. Cette réforme ne règle cependant pas tout. Le plus surprenant concerne la sanction ; l'article est certes modifié pour intégrer le nouveau cas de déclaration<sup>1207</sup>, mais n'adapte pas la sanction, c'est-à-dire la privation automatique des droits de vote, à ces nouveaux cas. Des hypothèses pour modifier la sanction ont été émises<sup>1208</sup>, nous pensons qu'il faudrait surtout achever la réforme en introduisant une sanction sous forme d'amende pour les instruments dérivés non déclarés. Les actionnaires auraient alors toujours intérêt à déclarer car la sanction aurait une signification pour eux. A l'heure actuelle, la question de la sanction se rapproche plus de l'usine à gaz législative que d'une sanction claire et dissuasive. Il semble que quatre hypothèses différentes existent<sup>1209</sup>. Tout d'abord, si l'investisseur ne déclare tout simplement pas ses dérivés à dénouement monétaire et ne détient pas d'actions de la société émettrice, la sanction ne peut pas s'appliquer et il faut alors se tourner vers des sanctions administratives ou pénales. A l'inverse, s'il détenait des actions de la société émettrice avant l'acquisition des dérivés, il semble que la privation des droits de vote puisse s'appliquer à ces titres<sup>1210</sup>. S'il détient ses titres après, la doctrine diverge sur le point de savoir si un lien de causalité doit exister entre la sanction et le défaut de déclaration, étant donné que la sanction est attachée à l'investisseur et non aux actions qu'il détient<sup>1211</sup>. Il apparaît difficile de trancher avec certitude ce débat en l'état tant les deux arguments paraissent se valoir. La seule chose claire dans ce débat est qu'à force de vouloir « *simplifier le droit* » le législateur a mis en place un texte à la sanction parfois au mieux évasive (pour ne pas dire quasiment inexistante) et devra préciser sa simplification. Pour nous convaincre définitivement des lacunes de la sanction, outre le fait que la privation des droits de vote ne soit pas dissuasive pour les arbitragistes, prenons l'exemple d'un investisseur déclarant des dérivés monétaires et obtenant leur livraison en titres in fine, contrairement à ses intentions initiales. S'il déclare le

---

<sup>1205</sup> Article L.233-7- VI-bis C. com.

<sup>1206</sup> Article L.233-7-VII C. com.

<sup>1207</sup> Article L.233-14 C. com. : « *L'actionnaire qui n'aurait pas procédé régulièrement aux déclarations prévues aux I, II, VI bis et VII de l'article L.233-7 auxquelles il était tenu est privé des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification* ».

<sup>1208</sup> Antoine Gaudemet, Les aspects de droit boursier de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juin 2012, n°6, p.484, §6.

<sup>1209</sup> Antoine Gaudemet, Sanction du défaut de déclaration des dérivés à dénouement monétaire, RD bancaire et fin., septembre-octobre 2012, p.55.

<sup>1210</sup> *Ibid.*

<sup>1211</sup> *Ibid.*

franchissement de seuils il ne pourra être sanctionné par la privation des droits de vote<sup>1212</sup>. Si LVMH répétait son opération à l'heure actuelle sur Hermès, elle serait passible de sanctions administratives, mais conserverait ses droits de vote. Ce qui laisse songeur lorsqu'on sait que c'est cette intervention qui a entraîné cette modification législative.

**412.** Enfin, cette loi n'a pas repris l'idée de l'assimilation pour le seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire<sup>1213</sup>. Cette solution, faisant l'objet d'une quasi unanimité<sup>1214</sup>, paraît être la plus opportune tant il paraît délicat d'obliger un investisseur passant le seuil des 30% avec des dérivés à dénouement monétaire de lancer une offre publique obligatoire sur l'intégralité du capital de la cible. La proposition de Loi Marini prévoyait cette possibilité mais avec la possibilité d'une dérogation donnée par l'AMF sous certaines conditions<sup>1215</sup>. Cette idée ne nous semblait cependant pas opportune, cela créant une insécurité juridique certaine face à un enjeu majeur pour un investisseur souhaitant prendre une participation au capital. Il est certes vrai que cela vient rompre avec la cohérence qui existait entre les différents seuils, il nous semble cependant que les enjeux en cause justifient cette rupture.

**413.** L'ensemble de ces changements ont entraîné une modification du règlement général de l'AMF<sup>1216</sup>, suite à une consultation de la Place<sup>1217</sup>. Ce nouveau régime n'apparaît

---

<sup>1212</sup> *Ibid.*

<sup>1213</sup> Article L.433-3-I alinéa 2 C. Mon. Fin., les dérivés à dénouement monétaire « ne sont pas pris en compte pour la détermination [du seuil de dépôt obligatoire d'une offre publique] ».

<sup>1214</sup> Position commune de l'AMAFI, de l'ANSA et de la FBF du 28 janvier 2011.

<sup>1215</sup> Proposition de Loi déposée à la présidence du Sénat le 29 juin 2011 : « L'AMF peut autoriser (...) le franchissement temporaire des seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 si le dépassement résulte d'une opération n'ayant pas pour finalité l'obtention ou l'accroissement du contrôle de la société (...) et si la durée n'excède pas six mois ».

<sup>1216</sup> Arrêté du 27 septembre 2012 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, JO du 30 septembre 2012, p.15399, EFIT1234417A. Stéphane Torck, Mise en œuvre par l'AMF de la réforme sur les déclarations de franchissement de seuils des instruments dérivés à dénouement monétaire, Dr. sociétés Décembre 2012, p. Article 223-11-III du RGAMF : « Pour l'application du 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce, la personne tenue à l'information mentionnée au I prend en compte les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour elle un effet économique similaire à la possession desdites actions. Sont considérés comme tels les instruments financiers ou accords : a) Indexés sur, référencés ou relatifs aux actions d'un émetteur ; b) Procurant une position longue sur les actions à la personne tenue à l'obligation de déclaration. Il en va ainsi notamment des contrats financiers avec paiement d'un différentiel, des contrats d'échange relatifs à des actions ou de tout instrument financier exposé à un panier ou à un indice d'actions de plusieurs émetteurs sauf s'ils sont suffisamment diversifiés. Le nombre d'actions et de droits de vote à prendre en compte par le déclarant est calculé en multipliant le nombre maximal d'actions et de droits de vote sur lequel porte l'accord ou l'instrument financier par le delta de l'accord ou de l'instrument financier. Il n'est effectué aucune compensation avec toute position courte détenue par le déclarant en vertu d'un autre accord ou instrument financier réglé en espèces ».

<sup>1217</sup> Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les déclarations de franchissement de seuils et d'intention du 19 juin 2012 ; Pierre-Henri Conac, Synthèse des réponses à la consultation publique du 19 juin 2012 portant sur des modifications de certaines dispositions du règlement général relative aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention, Rev. Soc., 2012, p.594.

cependant pas encore exempt de toute critique<sup>1218</sup> et a donné lieu à une avalanche de déclarations de franchissements de seuils<sup>1219</sup>. Sont ainsi concernés les instruments « *référéncé, indexé ou relatif aux actions d'un émetteur* » ou s'ils procurent « *une position longue* » à son détenteur. Tout comme en droit anglais<sup>1220</sup> les dérivés conférant des positions courtes sont exclus. Le détenteur de l'instrument devra aussi informer le marché en cas de transformation de la répartition de sa participation (comme la transformation d'un produit dérivé en une action) le conduisant à une détention réelle du titre et le faisant alors franchir un seuil de déclaration. Il nous semble que le droit français est, à l'heure actuelle, en phase avec les droits étrangers sur le haut niveau de transparence souhaité sur les marchés financiers. Relevons que le droit français a probablement devancé la réforme de la directive « *transparence* » sur cette question<sup>1221</sup>, même si une légère modification pourrait intervenir sur le mode de calcul<sup>1222</sup>. Certains auteurs se demandent si cette modification de la directive ne va pas trop loin, notamment lorsqu'elle se propose de prendre en compte les instruments financiers conférant à leurs titulaires le droit inconditionnel d'acquérir des actions à droit de vote... même si ces dernières ne sont pas encore émises<sup>1223</sup>. En ce qui concerne les actionnaires, cela ferme

---

<sup>1218</sup> Frédéric Peltier, Information financière et montée au capital, Les Echos, 11 octobre 2012. L'auteur juge notamment que la réglementation devient a priori et non a posteriori, la participation au capital n'étant pas effective.

<sup>1219</sup> Franchissements de seuil en cascade à la Bourse de Paris, La Tribune, 9 octobre 2012.

<sup>1220</sup> Interest in securities, Definitions, Takeover Code.

<sup>1221</sup> Voir Gaudemet. Proposition de directive du Parlement Européen et du conseil du 25 octobre 2011 modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, COM (2011) 683 final, 2001/037 (COD), Article 13.1 : « *Les obligations en matière de notification (...) s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement : a) des instruments financiers qui, à l'échéance, lui donnent, en vertu d'un accord formel, soit le droit inconditionnel d'acquérir, soit la faculté d'acquérir des actions auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé ; b. des instruments financiers aux effets économiques semblables à ceux visés au point a), qu'ils donnent droit à un règlement physique ou non* ». Sur la question plus générale de la réforme de la directive transparence, on peut se reporter à : ANSA n°10-019, réexamen de la directive transparence : propositions du cabinet Mazars, Juin 2010, 2010-II ; Rapport Fleuriot de l'Autorité des Marchés Financiers de février 2010 ; RD bancaire et fin., Mai-Juin 2010, p.62 ; ANSA n°10-039, Le réexamen de la directive transparence, 2010-IV ; Anne-Catherine Muller, Rapport de place pour la révision de la directive MIF, RD bancaire et fin., Novembre-Décembre 2010, p.104 ; Holger Fleischer et Katrin Deckert, La réforme de la directive transparence : harmonisation minimale ou pleine harmonisation des règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils, RTDF n°1/2, p.40 ; Pauline Pailler, Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2012, p.9 ; ANSA, n°11-059, La révision de la directive transparence, 2011-V.

<sup>1222</sup> Il s'agit de la question de savoir si ce mode de calcul doit prendre en compte le nominal ou le delta du dérivé, voir sur cette question spécifique et technique : Estelle Bouvier et Bertrand Bréhier, Eclairage – Franchissements de seuils : calcul des instruments dérivés à dénouement monétaire, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> septembre 2012, n°9, p.238 ; Laurence Boisseau, Les règles de franchissement de seuil clarifiées par le gendarme boursier, Les Echos, 14 septembre 2012.

<sup>1223</sup> Parlement Européen, Commission des affaires juridiques, 2011/037(COD), amendement n°49, visant à modifier l'article 13(1)(a) : « *1. Les obligations en matière de notification prévues à l'article 9 s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement : a. des instruments financiers qui lui donnent, en vertu d'un accord formel, soit le droit inconditionnel d'acquérir, soit la faculté*

définitivement la voie à une montée surprise au capital avec la constitution d'une participation grâce à des instruments financiers. Nous avons cependant démontré que les arbitragistes peuvent se passer de ces déclarations étant donné qu'ils n'en ont pas besoin pour mener à bien leur projet<sup>1224</sup>. Ces réformes vont donc dans le bon sens en amenant un supplément de transparence<sup>1225</sup> sur les marchés financiers lors de la constitution de participation au capital. Elles ne sont cependant pas de nature à empêcher les actionnaires arbitragistes de décider du destin de l'offre. La réglementation, aussi poussée soit elle, ne permet pas de neutraliser l'action des arbitragistes pendant les offres publiques. Cela tient principalement au fait que la transparence permet d'informer le marché mais en rien de canaliser ou neutraliser un comportement adapté par un actionnaire. Cette réglementation est nécessaire aux marchés financiers pour assurer la transparence des participations et informer les acteurs sur la répartition du capital. Elle n'est cependant pas en mesure de limiter l'influence des arbitragistes pendant les offres publiques.

**414.** En outre, la transparence n'est toujours pas absolue en la matière. L'introduction de nouveaux marchés, autres que les marchés réglementés, par la directive MIF<sup>1226</sup>, n'est pas sans poser quelques difficultés<sup>1227</sup>. Cette dernière a ainsi permis la création de marchés parallèles, les systèmes multilatéraux de négociations et les internalisateurs systématiques, généralement dénommés *dark pools*<sup>1228</sup>, dispensés de certaines obligations de déclarations, et utilisés uniquement par les professionnels. Ces derniers y ont recours pour des raisons variées qui vont du contrôle de l'information, à la recherche de facilités dans la négociation de larges blocs d'actions, pour réduire les coûts liés aux transactions et avoir de meilleures conditions de fixation des prix<sup>1229</sup>. Ces *dark pools* ont cependant des conséquences négatives<sup>1230</sup>, notamment en ce qui concerne la fixation du prix, en fragmentant l'information et la liquidité

---

*d'acquérir des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, qu'elles soient déjà émises ou non, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé* ». Stéphane Torck, A propos du périmètre d'assimilation des instruments dérivés à dénouement physique et de la proposition d'amendement de la commission des affaires juridiques du Parlement européen, Dr. sociétés, Décembre 2012, p.29.

<sup>1224</sup> Supra n°155.

<sup>1225</sup> Peut être trop d'ailleurs : Franchissements de seuil en cascade à la Bourse de Paris, La Tribune, 9 octobre 2012.

<sup>1226</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

<sup>1227</sup> La percée des bourses de l'ombre devient de plus en plus menaçante, Les Echos, 10 décembre 2012.

<sup>1228</sup> Bertrand Bréhier et Pauline Guérin, Un peu de lumière sur les dark pools, Bull. Joly Bourse, 2009, n°6, p.456.

<sup>1229</sup> Thierry Bonneau, Dark pools et dark orders, RD bancaire et fin., 2011, n°6, comm. 212.

<sup>1230</sup> Guillaume Maujean, Il est urgent de rétablir la confiance dans les marchés financiers, Les Echos, 10 décembre 2012.

et avec son accès limité à certains acteurs<sup>1231</sup>. Ces opérateurs ont des obligations de transparence pré-négociation et post-négociation ; cependant, seules les premières bénéficient de dérogations, si bien que le marché, l'émetteur et le régulateur seront informés en cas de transaction nécessitant une déclaration au titre des franchissements de seuils ou de toutes autres obligations légales. Ces *dark pools* peuvent cependant être un outil particulièrement utile pour améliorer la capacité d'un investisseur à constituer rapidement une participation étant donné qu'elles facilitent notamment l'échange de blocs de titres. La révision en cours de la directive MIF pourrait apporter plus de transparence sur ces marchés<sup>1232</sup>.

## **B. Les barrières aux prises de contrôle rampantes.**

**415.** Outre la transparence, le législateur a toujours cherché à ce qu'un actionnaire ne puisse prendre le contrôle d'une société sans avoir à acheter la totalité du capital de cette dernière. On peut se demander si ces dispositifs ne peuvent pas être efficaces pour contenir l'effet de l'arbitrage financier pendant les offres publiques. Ces dispositifs présentent des limites fondamentales à la montée au capital de tout investisseur, ce dernier ne devant prendre garde à la notion d'action de concert (1). De plus, il peut se retrouver devant une offre publique obligatoire, les 30% du capital devenant alors une limite absolue à son niveau de participation (2).

### **1. L'action de concert.**

**416.** La notion d'action de concert, notion pour le moins fluctuante<sup>1233</sup>, a récemment été redéfinie par la Loi de régulation bancaire et financière<sup>1234</sup> (a), mais ne peut pas être qualifiée de satisfaisante. Certains exemples du droit étranger permettent d'identifier les

---

<sup>1231</sup> *Ibid.*

<sup>1232</sup> Directive Marchés d'instruments financiers – Révision – Propositions de la commission européenne, Banque & Droit, n°140, novembre-décembre 2011, p.37 ; Thierry Bonneau, La réforme de la MIF dans les projets de texte du 20 octobre 2011, RTDF n°1, 2012, p.12 ; ANSA, Newsletter, 2012-IV, n°12-045.

<sup>1233</sup> Dominique Schmidt, Action de concert : 20 années de fluctuations de la notion, Bull. Joly Bourse, Décembre 2012, p.624.

<sup>1234</sup> Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

problématiques à l'œuvre en ce qui concerne l'appréhension des actionnaires, et notamment des arbitragistes, menant une action de concert (b).

a. Le régime issu de la Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

**417. La nouvelle définition de l'action de concert**<sup>1235</sup>. L'action de concert trouve ses origines dans la jurisprudence de la commission des opérations de bourse<sup>1236</sup> et en droit communautaire<sup>1237</sup>. Elle fût consacrée par le législateur en 1989<sup>1238</sup>. Les objectifs étaient d'améliorer la transparence du marché en renforçant les obligations d'information qui pesaient sur les émetteurs et d'offrir une certaine protection aux sociétés contre les prises de contrôle rampantes<sup>1239</sup>. Cette notion n'est pas propre au droit français et est aussi présente dans les autres droits boursiers, comme le droit anglais<sup>1240</sup>. La finalité de cette notion est d'analyser de manière globale, et de considérer comme ne faisant qu'une, l'action de plusieurs actionnaires ayant une finalité commune et s'étant entendu pour agir ensemble. Elle est prise en compte pour les déclarations de franchissement de seuils<sup>1241</sup> ainsi que pour la détermination du seuil de déclenchement d'une offre publique d'achat obligatoire sur

---

<sup>1235</sup> Pour une étude complète sur l'action de concert : Frank Martin Laprade, Action de concert, JurisClasseur Société Traité, Cote 04.2009, Fascicule 2135.

<sup>1236</sup> Décision COB du 13 janvier 1970 ; Rapport COB 1997, p.80 ; Décision générale, 27 juillet 1978 ; Rapport COB 1979, p.83 ; Rapport COB, 1980, p.91.

<sup>1237</sup> Frank Martin Laprade, *Ibid.* Directive n°88/627/CEE, JOUE, 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation d'une société cotée en bourse. Cette définition existait cependant déjà dans la loi de 1966, l'Article 356-1-3 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 disposait qu'« *considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société* ». Cette loi faisait donc apparaître une alternative entre le concert visant à prendre le contrôle de la société et celui visant à instaurer une politique commune vis-à-vis de l'émetteur.

<sup>1238</sup> Frank Martin Laprade, *Ibid.* Article 17 et 18 de la Loi n°89-531 du 2 août 1989 ; l'article 356-1-3 de la loi du 24 juillet 1966 disposant « *Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société* ».

<sup>1239</sup> Frank Martin Laprade, Action de concert, JurisClasseur Société Traité, Cote 04.2009, Fascicule 2135.

<sup>1240</sup> Acting in Concert, Definition Section, The Takeover Code: « *Les personnes agissant de concert concernent les personnes qui, suite à un accord ou une entente (qu'elle soit formelle ou informelle), coopèrent pour obtenir ou consolider le contrôle (...) d'une société ou pour empêcher la réussite d'une offre sur une société. Une personne et chacune de ses filiales vont être réputées agir de concert entre eux.* », une liste de personnes étant présumées agir de concert est ensuite établie.

<sup>1241</sup> Article L.233-7 C. com. : « (...) toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant(...) ».

l'ensemble des titres de la société<sup>1242</sup>. S'il y a concert, les actionnaires seront analysés comme ne faisant qu'un pour les déclarations de franchissement de seuils et la détermination du seuil de l'offre publique obligatoire. Cela vient ainsi limiter leur capacité à prendre le contrôle d'une partie du capital de manière commune.

**418.** Le législateur a donné une définition générale de l'action de concert<sup>1243</sup> et posé certaines présomptions<sup>1244</sup>. Une définition spécifique existe en cas d'offre publique<sup>1245</sup>. Cette définition générale<sup>1246</sup> a été modifiée par la Loi de régulation bancaire et financière<sup>1247</sup>. Il ressort de travaux parlementaires que le gouvernement a souhaité rajouter le critère de la prise de contrôle de l'entreprise à celui de l'existence d'une politique commune car cela est « *plus clair et plus efficace contre les prises de contrôle rampantes* »<sup>1248</sup>. La définition est ainsi réécrite avec cette alternative, le concert pouvant avoir pour finalité d' « *obtenir le contrôle de la société* » ou de « *mettre en œuvre une politique commune* ». « *La prise de contrôle d'une société est désormais l'une des finalités autonomes de l'action de concert, distincte de la mise en œuvre d'une politique commune* »<sup>1249</sup>. Il est probable que cette réforme trouve son origine dans les difficultés qu'a rencontrées le régulateur pour relever l'existence d'une action de

---

<sup>1242</sup> Article 234-2 RGAMF : « *Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF* ».

<sup>1243</sup> Article L.233-10-I C. com. : « *Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société* ».

<sup>1244</sup> Article L.233-10-II C. com. : « *II.-Un tel accord est présumé exister :*

1° *Entre une société, le président de son conseil d'administration et ses directeurs généraux ou les membres de son directoire ou ses gérants ;*

2° *Entre une société et les sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 ;*

3° *Entre des sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes ;*

4° *Entre les associés d'une société par actions simplifiée à l'égard des sociétés que celle-ci contrôle ;*

5° *Entre le fiduciaire et le bénéficiaire d'un contrat de fiducie, si ce bénéficiaire est le constituant. ».*

<sup>1245</sup> Article L.233-10-1 C. com. : « *En cas d'offre publique d'acquisition, sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre. Sont également considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec la société qui fait l'objet de l'offre afin de faire échouer cette offre* ».

<sup>1246</sup> Ancienne rédaction de l'Article L.233-10 C. com. : « *I. Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société* ». Voir aussi : Dominique Bompont, L'action de concert à l'âge de la majorité, RTDF n°2, 2008, p.27, Colloque « Actualité Boursière » du Jeudi 3 avril 2008.

<sup>1247</sup> T. Bonneau, Commentaire de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière : JCP E 2010, n°1957 ; Jean-François Biard, Présentation du nouveau régime des offres publiques et de l'action de concert, RD bancaire et fin. n°6, Novembre 2010, Comm. 229.

<sup>1248</sup> Voir la discussion de la Commission des Finances du Sénat du 14 septembre 2010 sur l'Article 8 du Projet de Loi n°555 de régulation bancaire et financière. L'intégralité du débat est disponible sur le site internet du Sénat : <http://www.senat.fr/rap/109-703-1/109-703-187.html>. Lien consulté le 17/10/2012.

<sup>1249</sup> Laurent Faugérolas et Charles Cadon, L'action de concert : une réforme inachevée, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> février 2011, n°2, p.134.

concert dans les affaires *Sacyr-Eiffage*<sup>1250</sup> et *Gecina*. Dans la première affaire, la notion de « *politique commune* » n'était pas adéquate lorsqu'il s'agissait d'une prise de contrôle au profit de l'un des concertistes mais pas de tous les concertistes<sup>1251</sup>. L'AMF avait cependant valablement réuni des éléments suffisants pour constituer un faisceau d'indices graves et importants prouvant une action de concert<sup>1252</sup>. Il en allait de même dans l'affaire *Gecina*<sup>1253</sup>

---

<sup>1250</sup> CA Paris, 1<sup>ère</sup> chambre, Section H, 18 décembre 2008, ADAM c. Sté Sacyr Vallehermoso SA. Voir ainsi : Claude Baj, Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage, RD bancaire et fin., Mai-Juin 2008, n°10, p.10 ; Paul Le Cannu, Les silences d'un concert Espangols, Rev. Soc., 2008, p.394.

<sup>1251</sup> Rapport n°703 du Sénateur Philippe Marini sur le Projet de loi de régulation bancaire et financière du 14 septembre 2010, p.286. Le rapport est disponible au lien suivant : <http://www.senat.fr/rap/109-703-1/109-703-1.html>. Lien consulté le 17 octobre 2012.

<sup>1252</sup> Stéphane Torck, Affaire Sacyr : défaut de déclaration de franchissement de seuil et preuve de l'action de concert, Bull. Joly Sociétés, Novembre 2012, p.805. CA Paris, 1<sup>ère</sup> ch., sect. H, 2 avr. 2008, n°2007/11675 : « *les acquisitions successives d'actions Eiffage par Sacyr et par les six autres sociétés ont procédé, non d'un simple parallélisme de comportements mais d'une démarche collective organisée tendant à la poursuite d'une finalité commune consistant à se grouper pour apparaître en force afin d'imposer ensemble, par surprise, lors de l'assemblée générale d'Eiffage du 18 avril 2007, une recomposition à leur avantage du conseil d'administration leur permettant ensuite de réaliser le rapprochement entre les deux sociétés* ». L'AMF avait en effet relevé quatre indices : la façon organisée avec laquelle les sociétés sont montées au capital ; l'absence de cohérence des achats d'actions par les sociétés du concert, or celle d'un concert ; les explications des concertistes étaient peu plausibles ; des similitudes de comportements avaient été observées, notamment en assemblées générales. Cass. Com., 15 septembre 2012, n°11-11.633, Sté Sacyr Vallehermoso c. AMF : « *Mais attendu qu'en l'absence d'accord écrit, l'existence d'une action de concert peut être démontrée par un faisceau d'indices graves, précis et concordants ; qu'après avoir constaté que la société Sacyr et les autres sociétés espagnoles ont procédé à des acquisitions successives d'actions de la société Eiffage, l'arrêt retient que ces acquisitions successives traduisent, non un simple parallélisme des comportements, mais une démarche collective organisée visant à permettre à la société Sacyr d'obtenir, lors de l'assemblée générale du 18 avril 2007, une recomposition à son profit ud conseil d'administration de la société Eiffage* ».

<sup>1253</sup> Jean-François Biard, Action de concert et non-conformité d'une offre publique, RD bancaire et fin. n°5, Septembre 2008, dossier 29 ; Jean-François Biard, Dominique Bompont et Hervé Le Nabasque, Précisions sur la notion d'action de concert à l'action de l'affaire *Gecina*, RD bancaire et fin., Janvier-Février 2010, n°27, p.55 ; Claude Baj, Action de concert et dépôt d'une offre publique obligatoire : réflexions à la lumière de l'affaire *Gecina*, RD bancaire et fin., n°5, Septembre 2008, Dossier 28 et Didier Martin, Public M&A, RTDF n°1, 2010, Chronique / Public M&A – Offres Publiques, p.99. Frank Martin-Laprade, On peut aussi agir de concert pour se séparer, Rev. Soc., 2008, p.644. L'AMF a notamment considéré que « *les opérations réalisées en exécution de l'accord de séparation (...) ne sauraient caractériser des démarches individuelles de la part de monsieur Rivero et de monsieur Soler, mais qu'au contraire, elles révèlent d'un comportement commun, solidaire et assorti de surcroît d'une dimension contraignante forte, entre ces personnes, en vue d'acquérir et d'exercer les droits de vote de Gecina étant observé que ces opérations successives ne peuvent être exécutées sans une concertation mutuelle réitérée à chaque étape (...)* ». La Cour de Paris avait relevé que « *la politique commune, en soi exclusive d'un accord ponctuel, mise en œuvre par ces deux actionnaires vis-à-vis de Gecina en exécution de l'accord de séparation, s'inscrit dans la stratégie explicitement annoncée par le préambule [et] qu'il n'importe (...) que cette politique commune ne soit mise en œuvre que temporairement* ». La cour de cassation estima que « *(...) après avoir retenu que l'accord de séparation constitue un accord aux termes duquel MM Rivero et Soler sont convenus d'acquérir et d'exercer des droits de vote sur la société Gecina pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de cette société, et précisé que celle-ci consiste à faire procéder à une suite d'opérations incluant le projet d'offre publique de rachat dans le dessein de réaliser la séparation de l'ensemble constitué par les sociétés Metrovacesa et Gecina par la répartition du patrimoine de ces deux sociétés au profit de deux groupes d'actionnaires distincts, MM Rivero et Soler ayant vocation à concentrer l'essentiel de leur investissement dans la société Gecina, l'arrêt relève encore que cette politique commune, par-elle-même exclusive d'un accord ponctuel, s'inscrit dans la stratégie explicitement annoncée par le préambule de cet accord et retient qu'il importe peu qu'elle ne soit mise en œuvre que de manière temporaire ; que de ces constatations et énonciations, la cour d'appel (...) a exactement déduit que MM Rivero et Soler devaient être considérés comme agissant de concert* ».

dans laquelle la cour d'appel précisa que l'action de concert ne pouvait être que temporaire. Un accord de séparation avait été conclu entre les deux actionnaires majoritaires mais ces derniers niaient le fait que cet accord caractérise la mise en place d'une « *politique commune* », bien que cet accord leur aurait permis de prendre le contrôle de la société<sup>1254</sup>. Dans ces deux affaires, l'AMF, approuvée par la Cour de Paris et la Cour de cassation, avait estimé que les projets de prise de contrôle s'analysaient comme des « *politiques communes* » et devaient être caractérisés comme étant des actions de concert, même si les intérêts des concertistes étaient distincts<sup>1255</sup>.

**419. Les critiques développées contre cette réforme.** Cette réforme n'est pas exempte de critiques<sup>1256</sup>. Une partie de la doctrine souligne ainsi que cet ajout existait déjà pour la définition spécifique aux offres publiques (qui est cependant limitée à ces mêmes offres)<sup>1257</sup>. Surtout, le droit commun suffisait largement à l'appréhension de ces concertistes sans qu'il ne soit nécessaire de modifier les textes ; ainsi « *la réforme a donc une portée relative, si ce n'est la plus grande lisibilité – peut être- dont est censée être parée la loi par rapport aux simples arrêts de la cour de cassation* »<sup>1258</sup>. Ce caractère complet du droit commun est aussi démontré par l'approbation par la Cour de Paris des analyses de l'AMF dans les deux affaires mentionnées. Ensuite, il aurait probablement été plus simple de supprimer les mots « *en cas d'offre publique d'acquisition* » de la définition de l'article L.233-10-1 du Code de commerce ce qui aurait étendu ce texte à l'ensemble des actions de concert visant la prise de contrôle<sup>1259</sup>. On aurait alors eu deux actions de concert, avec des finalités distinctes et cohabitant dans plus de clarté. D'autres alternatives existaient aussi<sup>1260</sup>. A l'inverse, certains auteurs estiment que cette alternative dans la définition est synonyme de sécurité juridique<sup>1261</sup>.

**420.** La principale difficulté de cette réforme tient à son articulation avec l'offre publique obligatoire<sup>1262</sup>. « *Si cette obligation de déposer une offre publique trouve tout son*

---

<sup>1254</sup> Cass. Com., 27 octobre 2009, n°08-18.819 ; Bull. Civ. IV, n°136.

<sup>1255</sup> Voir notamment : A. Pietrancosta et D. Bompont, Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques, RTDF 2010, n°2, p.7.

<sup>1256</sup> Anne-Catherine Muller, Offres publiques et action de concert, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2011, p.107.

<sup>1257</sup> Hervé Le Nabasque, Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier, Rev. Soc., 2010, p.547.

<sup>1258</sup> Hervé Le Nabasque, *Ibid.*

<sup>1259</sup> Hervé Le Nabasque, *Ibid.* ; Rapport n°703 du Sénateur Philippe Marini sur le Projet de loi de régulation bancaire et financière du 14 septembre 2010, p.290.

<sup>1260</sup> Voir notamment : A. Pietrancosta et D. Bompont, Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques, RTDF 2010, n°2, p.7.

<sup>1261</sup> Laurent Faugérolas et Charles Cadon, L'action de concert : une réforme inachevée, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> février 2011, n°2, p.134.

<sup>1262</sup> *Infra* n°426.

sens dans le cas d'un accord visant à prendre le contrôle de l'émetteur, il n'en va pas de même dans l'hypothèse d'un accord conclu en vue de mettre en œuvre une politique commune sans volonté contrôlante »<sup>1263</sup>. Plusieurs actionnaires, concluant un accord sur la composition du conseil d'administration par exemple, pourraient, s'ils dépassaient les 30%, être amenés à déposer une offre publique obligatoire alors qu'ils n'avaient pas l'intention de prendre le contrôle de la société. Or, cette offre publique obligatoire ne se comprend que dans le cas d'une tentative de prise de contrôle<sup>1264</sup>. Une distinction claire entre les *articles L.233-10 et L.233-10-1 du Code de commerce* prend alors tout son sens. Relevons aussi que les définitions européennes sont distinctes. Celle de la *Directive transparence* vise à prendre en compte les concerts dans le cas des franchissements de seuils<sup>1265</sup> ; à l'inverse celle de la *Directive OPA* vise les concerts ayant pour objet la prise de contrôle de la société et leur impose le dépôt d'une offre publique s'ils franchissent un certain seuil<sup>1266</sup>. Ces deux définitions sont donc distinctes, mais regroupées au sein de l'*Article L.233-10 du Code de commerce*. Il est donc théoriquement possible d'imposer le dépôt d'une offre publique obligatoire à un concert envisagé par le droit européen au titre des franchissements de seuils et n'ayant aucune intention de prendre le contrôle de la société. Si cela se produisait, une question préjudicielle devant la Cour de Justice des Communautés Européennes sur la conformité du texte français est envisageable<sup>1267</sup>. Une clarification de cette définition apparaît donc souhaitable<sup>1268</sup>.

---

<sup>1263</sup> Laurent Faugérolas et Charles Cadon, *Ibid.*

<sup>1264</sup> Elle vise en effet à s'assurer qu'aucun investisseur ne puisse prendre le contrôle d'une société sans avoir à payer la prime de contrôle à l'ensemble des actionnaires de cette société. Voir notamment : D. Martin, B.O Becker, et G. Giuliani, *Chronique de jurisprudence*, RTDF 2010/1, p.92.

<sup>1265</sup> Article 10(a) « Acquisition ou cession de pourcentages importants de droits de vote » de la Directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE : « Les droits de vote sont détenus par un tiers avec qui cette personne a conclu un accord qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable en ce qui concerne la gestion de la société en question ».

<sup>1266</sup> Article 5 sur la Protection des actionnaires minoritaires, offre obligatoire et prix équitable de la Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'article 1er, paragraphe 1, qui, additionnés à toutes les participations en ces titres qu'elle détient déjà et à celles des personnes agissant de concert avec elle, lui confèrent directement ou indirectement un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société lui donnant le contrôle de cette société, les États membres veillent à ce que cette personne soit obligée de faire une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de cette société ».

<sup>1267</sup> Podcast de Didier Martin sur TV MDA : <http://www.tvdma.org/#/videotheque/9656>. Consulté le 17 octobre 2012.

<sup>1268</sup> Laurent Faugérolas, L'action de concert : une œuvre inachevée ?, *Les Echos*, 16 février 2011.

## b. La difficile appréhension des actions de concert des actionnaires arbitragistes.

**421. Une difficile appréhension en pratique.** La question de l'appréhension des actionnaires arbitragistes pratiquant une stratégie identique pendant une offre publique au regard de la définition de l'action de concert est fondamentale. Les actionnaires activistes ont déjà été fortement soupçonnés d'agir de concert sans que la preuve en soit rapportée<sup>1269</sup>. La même question peut se poser pour les arbitragistes qui agissent souvent à plusieurs et de manière identique. Tout d'abord, en ce qui concerne l'action de concert en période d'offre publique<sup>1270</sup>, il nous semble qu'il sera extrêmement compliqué de démontrer un concert impliquant des actionnaires arbitragistes, même si la preuve peut être rapportée par la technique du faisceau d'indices<sup>1271</sup>. Il est en effet clairement disposé que sont concernées « *les personnes qui ont conclu un accord avec l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre* ». Les fonds favoriseront la réussite de l'offre, car il s'agit de leur intérêt, mais ils ne vont pas jusqu'à conclure un accord, même tacite, avec l'auteur de l'offre, notamment pour garder leur liberté d'arbitrage. Ce texte semble donc être trop restrictif pour pouvoir concerner des arbitragistes.

**422.** L'analyse nous semble plus ouverte avec l'autre définition de l'action de concert<sup>1272</sup>. Un concert d'actionnaires arbitragistes n'aura probablement pas pour finalité d'« *obtenir le contrôle de la société* » étant donné qu'ils chercheront certes à favoriser ou neutraliser une offre mais ne chercheront pas à s'emparer d'une partie du capital pouvant leur conférer le contrôle et encore moins à lancer une offre publique. On peut cependant estimer que des actionnaires arbitragistes pourraient former une action de concert en vue de mener « *une politique commune* » vis-à-vis de la société<sup>1273</sup>. Un tel concert ne nécessite pas un accord formel, écrit et contraignant et peut exister de manière temporaire<sup>1274</sup>. Il apparaît donc que si deux actionnaires de court-terme, comme des *hedge funds* arbitragistes, se concertent

---

<sup>1269</sup> Notamment dans le cas de TCI et Deutsche Börse. Supra n°111 et suivants. Ingrid François, L'Allemagne veut élargir la notion d'action de concert, Les Echos, 18 octobre 2007 ; Patrice Drouin, Bourse de Francfort : les fonds spéculatifs soupçonnés d'action de concert, Les Echos, 20 mai 2005 ; Deutsche Börse : pas d'indices d'action concertée des fonds spéculatifs, Les Echos, 20 octobre 2005.

<sup>1270</sup> Article L.233-10-1 C. com.

<sup>1271</sup> Cass. Com. 15 mai 2012, n°11-11.633 Sté Sacyr Vallehermoso c. Autorité des marchés financiers ; Hervé Le Nabasque, L'existence d'une action de concert peut être établie par un faisceau d'indices graves, précis et concordants, Rev. Soc., 2010, p.509 : « *Mais attendu qu'en l'absence d'accord écrit, l'existence d'une action de concert peut être démontrée par un faisceau d'indices graves, précis et concordants ; (...)* ».

<sup>1272</sup> Article L.233-10 C. com.

<sup>1273</sup> Sur cette question de politique commune et de son appréciation : Dominique Schmidt, Action de concert et dépôt d'une offre publique obligatoire, RD bancaire et fin., n°5, Septembre 2008, dossier n°27.

<sup>1274</sup> Supra n°418.

pour adopter une politique commune vis-à-vis de la société, ils pourront se voir appliquer l'action de concert. Ce serait par exemple le cas de deux fonds agissant de manière concertée pour faire échouer une offre publique. Si cela est possible en théorie, on peut relever que deux obstacles majeurs vont exister en pratique. Tout d'abord, les fonds n'ont aucun intérêt à être caractérisés comme agissant de concert et vont donc tout mettre en œuvre pour que cela ne soit pas détecté. La société et le régulateur devront en effet prouver cette action de concert et ne pourront pas se contenter d'une similitude de comportements et de stratégies. Surtout, le simple fait de partager un comportement commun semble largement insuffisant pour caractériser une action de concert. Le simple fait que des arbitragistes partagent un comportement commun avec un objectif identique, à savoir le succès de l'offre, ne permet pas de qualifier l'ensemble des actionnaires arbitragistes comme agissant de concert.

**423.** De la même manière, se pose la question des pouvoirs du bureau de l'assemblée générale face à des actionnaires sur lesquels pèsent de lourds soupçons d'action de concert mais qui n'ont pas déclaré agir ainsi. Le bureau de l'assemblée générale dispose en effet d'« *un pouvoir de police de l'assemblée et notamment, le pouvoir et le devoir de contrôler l'exercice du droit de vote* »<sup>1275</sup>. Dans l'affaire *Eiffage-Sacyr* le bureau avait pris l'initiative de priver certains actionnaires de leurs droits de vote aux motifs qu'ils agissaient de concert et n'avaient pas déclaré un franchissement de seuil<sup>1276</sup>. L'un des actionnaires privé de droit de vote avait alors saisi en référé le Président du Tribunal de commerce de Nanterre qui avait jugé que le bureau était dans son droit<sup>1277</sup>. Cette solution avait été approuvée en référé par la Cour d'Appel de Versailles<sup>1278</sup>. Cependant, lorsque l'affaire est venue au fond, les juridictions ont donné tort au bureau d'avoir agi ainsi. Ce fût le cas du Tribunal de commerce de Nanterre<sup>1279</sup> étant donné que « *Le bureau de l'assemblée générale ne peut exercer son*

---

<sup>1275</sup> CA Versailles, *Eiffage*, 27 juin 2007 ; Didier Martin, III. Les pouvoirs du bureau de l'assemblée générale des actionnaires en matière de privation des droits de vote, RTDF n°2, 2008, p.105

<sup>1276</sup> Le bureau de l'assemblée, saisi par un actionnaire, avait en effet constaté des indices graves, précis et concordants d'une action de concert entre plusieurs actionnaires ayant, entre autre, des similitudes de représentation et de domiciliation.

<sup>1277</sup> Ordonnance des référés du Président du Tribunal de Commerce de Nanterre du 1<sup>er</sup> juin 2007. Le juge avait estimé que « *Le bureau de l'assemblée avait le pouvoir, et même le devoir, de priver du droit de vote les actions concernées, s'il estimait qu'il y avait eu franchissement de seuil par action de concert en l'absence de notification* », il ne s'était cependant pas prononcé sur l'existence d'une action de concert, cela ne relevant pas de sa compétence. Didier Martin, III. Les pouvoirs du bureau de l'assemblée générale des actionnaires en matière de privation des droits de vote, RTDF n°2, 2008, p.105.

<sup>1278</sup> CA Versailles 27 juin 2007, *Ibid*.

<sup>1279</sup> Tribunal de commerce de Nanterre, 2007.F.2086, *SA Grupo Rayet c/ SA Eiffage et SAS Eiffaime*, 6 mai 2008. Didier Martin, III. Les pouvoirs du bureau de l'assemblée générale des actionnaires en matière de privation des droits de vote, RTDF n°2, 2008, p.105 : « *L'accord entre des précumés concertistes n'étant ni avéré, ni présumé, le bureau de l'assemblée générale des actionnaires d'une société n'avait pas le pouvoir de réunir les éventuelles preuves d'une supposée action de concert, ni d'apprécier les indices et il ne lui*

*pouvoir de police, et priver ainsi, de droit de vote, les prétendus concertistes, que si l'action de concert est avérée ou présumée* »<sup>1280</sup>. Cette analyse fût approuvée par la Cour d'Appel de Versailles<sup>1281</sup> et confirmée par la Cour de cassation<sup>1282</sup> qui a estimé qu' « *Aucun texte n'attribue au bureau de l'assemblée le pouvoir de priver des actionnaires de leurs droits de vote au motif qu'ils n'auraient pas satisfait à l'obligation de notifier le franchissement d'un seuil de participation dès lors que l'existence de l'action de concert d'où résulterait cette obligation est contestée* »<sup>1283</sup>. Dès lors que l'existence de l'action de concert sera contestée, ce sera au juge de trancher la question. Cette précision apportée par la jurisprudence vient cependant compliquer la réponse du bureau d'une assemblée générale confronté à un concert. Il devra en effet saisir le juge pour que les concertistes soient privés de droit de vote, si l'action de concert est démontrée. Il ne pourra donc pas le faire de son propre chef étant donné qu'il est peu vraisemblable que les actionnaires arbitragistes concernés reconnaissent agir de concert. Ce délai supplémentaire ne jouera cependant pas forcément en faveur des dirigeants et de la société mais pourra servir aux fonds en cherchant à mobiliser les autres actionnaires, en se plaignant notamment de la politique des dirigeants envers des actionnaires souhaitant augmenter la valeur actionnariale. Surtout, nous avons déjà démontré que la privation des droits de vote ne sera pas de nature à empêcher la mise en œuvre d'un comportement arbitragiste. L'action de concert paraît donc relativement peu efficace pour protéger une société contre des actionnaires de court-terme, notamment par le fait qu'une similitude de comportement actionnarial ne pourra suffire à établir une action de concert.

**424. Les apports du droit comparé (Etats-Unis et Grande-Bretagne).** Les juridictions étrangères, notamment Américaines, ont été confrontées à cette question des

---

*appartenait pas de qualifier une situation juridique qu'il n'avait aucun pouvoir pour analyser, une telle qualification ne pouvant être dévolue qu'à une autorité de nature juridictionnelle soumise au principe d'impartialité et du respect des droits de la défense* ».

<sup>1280</sup> Thierry Bonneau, Offres publiques d'acquisition, RD bancaire et fin., n°6, Novembre 2008, comm.189.

<sup>1281</sup> CA Versailles, 12<sup>ème</sup> ch. Sect.2, 28 octobre 2010, n°09/08083, Sté Eiffage SA c. SAS Eiffaime. Dominique Schmidt, Annulation des délibérations d'une assemblée en conséquence d'une décision illicite prise par son bureau, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> mars 2011, n°3, p.197 : « *La loi n'a pas confié au bureau de l'assemblée générale, organe éphémère ne présentant aucune garantie d'impartialité, l'imperium lui permettant de juger de l'existence d'une action de concert. Aussi, en privant un actionnaire d'une partie significative de ses droits de vote, et dès lors qu'il n'est pas certain que, sans cette violation des dispositions régissant le droit de vote, les délibérations eussent été les mêmes, le bureau a influé sur les décisions prises lors de l'AG, donnant ainsi lieu à la confirmation du jugement ayant prononcé la nullité des délibérations de l'AG* ». Voir aussi : RTDF n°1/2, 2011, p.147.

<sup>1282</sup> Cass. Com., 15 mai 2012, n°10-23.389, Sté Eiffage c. Sté Geciter ; Hervé Le Nabasque, Le bureau de l'assemblée n'est pas une juridiction, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juillet 2012, n°7, p.557 ; Yann Paclot, Confirmation de l'incompétence du bureau de l'assemblée en matière de privation des droits de vote en cas de franchissement de seuil résultant d'une action de concert contestée, Rev. Soc., 2012, p. 514.

<sup>1283</sup> Dominique Schmidt, *Ibid.*

actionnaires, notamment activistes, formant des concerts non déclarés<sup>1284</sup>. Les juridictions américaines apparaissent réticentes à donner à de telles stratégies, et parfois à de tels accords, la dénomination d'actions de concert<sup>1285</sup>, même si certains de ces fonds communiquaient entre eux et échangeaient leurs vues sur l'évolution de la société en question. Une juridiction<sup>1286</sup> a ainsi refusé de caractériser un groupe de trois actionnaires comme agissant de concert alors que l'un d'eux était un activiste reconnu, qu'ils achetaient des actions en même temps et qu'ils discutaient de l'avenir de leurs investissements. Une autre juridiction<sup>1287</sup> a estimé que des échanges de messages électroniques et des directeurs communs entre deux *hedge funds* n'étaient pas suffisants pour établir l'existence d'une action de concert. Relevons qu'il ne nous semble pas que les juridictions françaises auraient conclu à l'existence d'une action de concert. Cela démontre néanmoins la difficulté d'établir l'existence d'actions de concert dans de telles situations. Il est en effet difficile de qualifier d'action de concert le fait, pour certains investisseurs, de partager une politique d'investissement commune.

**425.** Il est intéressant d'étudier<sup>1288</sup> l'analyse du Takeover Panel à l'égard des *fans clubs*. On s'était en effet demandé si un groupe de personnes, en nombre important, suivant la même stratégie boursière inspirée par un investisseur spécifique, mais sans accord entre elles, pouvaient constituer une action de concert<sup>1289</sup>. Le *Takeover Panel* refusa une telle qualification à la condition qu'elles ne communiquent pas entre elles sur leur investissement<sup>1290</sup>. Plus intéressant encore, le même organe a été amené à préciser, en 2009,

---

<sup>1284</sup> Marcel Kahan and Edward B. Rock, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, Vol 155. U. Pa. L. Rev., Mai 2007, n°5, p.1077: *“Les dirigeants et leurs conseils avaient estimé que les hedge funds agissaient de concert, à la fois lors de l'acquisition des titres et dans la pression sur les dirigeants, sans avoir déclaré les informations nécessaires (...). Particulièrement, une déclaration 13(d) doit révéler la présence d'un conflit d'intérêt, comme une pratique d'empty voting. Section 13(d) requiert la déclaration de tous contrats et autres arrangements dans lesquels les hedge funds sont exposés économiquement (...). Dès lors, l'issue clé n'est pas l'échec de la SEC à poursuivre les fautifs, mais la notion vague du concept de groupe sous jacent à la section 13(d) et la poison pill (...). Le fait qu'une certaine variété de hedge funds prennent position au capital d'une société au même moment n'établit pas forcément la formation d'un groupe, bien que le fait principal qu'un producteur augmente ses prix au même moment établisse une entente en violation de la section 1 du Sherman Act”*.

<sup>1285</sup> Thomas W. Briggs, *Corporate governance and the new hedge fund activism : an empirical analysis*, J. Corp. L., Summer 2007, p.691

<sup>1286</sup> Thomas W. Briggs, *Ibid.* Hallwood Realty Partners, L.P v. Gotham Partners L.P, 286F.3d613 (2d Cir. 2002).

<sup>1287</sup> Thomas W. Briggs, *Ibid.* Draper Fisher Jurvetson Fund I, Inc. v Millennium Partners, LP, 260 F, Supp. 2d 616, 631-33 (S.D.N.Y 2003).

<sup>1288</sup> Thomas Jaeglé, *Hedge fund and Takeover Bids*, LL.M Dissertation under the supervision of Dr. Tunde Ogowowo, King's College London, 2012.

<sup>1289</sup> Ces groupes étaient définis comme suit : *« Lorsque certains investisseurs achètent des actions car ils respectent les capacités d'analyses d'un autre investisseur sans pour autant rentrer dans un accord entre eux”*, Takeover Panel Report, 31 mars 1985.

<sup>1290</sup> Takeover Panel Report, 31 mars 1985: *“Depuis que la relation et le niveau de communication entre les parties sont des indices susceptibles d'être considérés pour décider si une action de concert existait, les dangers*

que des fonds activistes menant une campagne ne visant pas à prendre le contrôle de la société ne serait pas considéré comme agissant de concert<sup>1291</sup>. On voit donc que les juridictions étrangères ont aussi des difficultés à appréhender les actions de certains ou des phénomènes équivalents et, qu'en tout état de cause, qualifier un tel groupe comme agissant de concert n'est pas chose aisée.

## **2. L'offre publique obligatoire.**

**426.** L'offre publique obligatoire vise à imposer, dans certaines situations, à certains actionnaires de lancer une offre publique sur le reste du capital de la société (a). Ce régime sera une limite absolue à l'arbitrage financier mais ne sera pas vraiment de nature à le contenir (b).

### a. Le régime issu de la Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

**427. Le régime de l'offre publique obligatoire<sup>1292</sup>.** Lorsqu'un investisseur, agissant seul ou de concert, détient plus de 30% du capital d'une société dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, il doit déposer une offre publique d'achat portant sur l'intégralité des titres de cette société<sup>1293</sup>. Aucune condition portant sur un nombre minimal de titres ne peut être insérée, il ne peut donc y avoir de seuil de renonciation<sup>1294</sup>. Le prix proposé

---

*augmentent évidemment lorsqu'il y a communication entre l'investisseur important et les autres sur les résultats de leur investissement*”.

<sup>1291</sup> The Takeover Panel, Practice Statement n°26, Shareholder Activism. Voir particulièrement: 1.4: “Comme relevé ci dessous, les facteurs suivant ne vont pas en eux memes conduire the Executive à conclure to conclude qu'une action de concert a existé: (a) discussions entre des actionnaires sur des questions qui pourraient être évoquées avec le conseil d'administration de la société; (b) des représentations communes des actionnaires au conseil de la société; et (c) l'accord par les actionnaires de voter dans le même sens sur une résolution a une assemblée générale”.

<sup>1292</sup> Article 234-1 et suivants RGAMF.

<sup>1293</sup> Article 234-2 du RGAMF : « Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF ».

<sup>1294</sup> Article 234-2 alinéa 2 RGAMF.

ne peut pas être inférieur au prix le plus élevé payé par l'initiateur lors de ses dernières acquisitions de titres de la société<sup>1295</sup>.

**428.** Il existe cependant des cas de dérogation permettant à un investisseur d'échapper à l'obligation de lancer une offre publique sur la totalité du capital de la société dont il détient plus de 30% du capital. C'est notamment le cas si l'acquisition de titres n'a pas pour finalité la prise de contrôle de la société<sup>1296</sup> ainsi que dans des cas spécifiques<sup>1297</sup>. Outre l'affaire Hermès<sup>1298</sup> une telle dérogation avait été accordée lors de l'affaire *Sacyr-Eiffage*<sup>1299</sup> suite à la revente de la totalité de sa participation par l'investisseur<sup>1300</sup>. Le régime de l'offre publique obligatoire est donc extrêmement contraignant et se révélerait catastrophique pour un actionnaire qui viendrait à dépasser le seuil des 30%. La *ratio legis* de ce régime tient à la protection des actionnaires minoritaires. Si un actionnaire acquiert le contrôle de la société, et vient ainsi priver l'ensemble des autres actionnaires de leur prime de contrôle, il doit leur proposer d'acquérir leurs titres pour leur offrir une opportunité de sortie. Ce régime est imposé par le droit européen<sup>1301</sup> et est prévu dans des droits étrangers<sup>1302</sup>.

**429. Les modifications apportées par la Loi de régulation bancaire et financière.**  
La *Loi de régulation bancaire et financière* a modifié le seuil à partir duquel le dépôt d'une

---

<sup>1295</sup> Article 234-6 RGAMF : « Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre ».

<sup>1296</sup> Article 234-4 RGAMF.

<sup>1297</sup> Articles 234-8 et 234-9 RGAMF.

<sup>1298</sup> Supra n°403.

<sup>1299</sup> Supra n°418.

<sup>1300</sup> CA Paris, 1<sup>ère</sup> ch., Section H, 18 décembre 2008, n°2008/07645, Adam c. Société Sacyr Vallehermoso SA. Frank Martin Laprade et Anselme Mialon, *Affaire Sacyr Eiffage : suite et fin ?*, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> mai 2009, n°3, p.185 : « C'est à bon droit que l'AMF a décidé qu'il n'y avait plus lieu de faire obligation à une société de déposer un projet d'offre publique visant les actions d'une autre société, l'autorité étant fondée à estimer que l'application des principes gouvernant les offres publiques visés à l'article 231-3 du règlement général, et des articles L.433-3, I du Code Monétaire et Financier et 234-2 du règlement général relatifs à l'offre obligatoire doit nécessairement tenir compte des circonstances de fait prévalant au jour de sa décision. En effet, la cession par une entreprise de ses actions détenues dans le capital de la société cible, dont une partie était privée du droit de vote au-delà de la fraction du tiers, est un élément nouveau qui modifie substantiellement la situation prévalant lorsque l'AMF a pris sa précédente décision. Par ailleurs, cette décision n'a pas porté atteinte à l'intégrité du marché, contrairement aux prétentions du requérant ».

<sup>1301</sup> Considérant 9 de la Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « Il convient que les Etats membres prennent les mesures nécessaires pour la protection des détenteurs de titres, et en particulier ceux possédant des participations minoritaires, lorsque le contrôle de leurs sociétés a été pris. Il convient que les Etats membres assurent cette protection en imposant à l'acquéreur qui a pris le contrôle d'une société l'obligation de lancer une offre proposant à tous les détenteurs de titres de cette société d'acquérir la totalité de leurs participations à un prix équitable conformément à une définition commune » et l'Article 5 sur la Protection des actionnaires minoritaires, l'offre obligatoire et le prix équitable.

<sup>1302</sup> Rule 9 of the Takeover Code.

offre publique est obligatoire<sup>1303</sup>. Le précédent seuil était fixé à un tiers du capital, soit 33.3%. Il avait été critiqué, car jugé trop élevé, par le groupe de travail constitué par l'AMF<sup>1304</sup>. Ce rapport avait relevé que, dans les sociétés du CAC 40, le nombre moyen d'actionnaires présents en assemblée générale, dans les sociétés sans actionnaires significatifs, était de 50.21%. Le groupe de travail en concluait qu'un actionnaire avec une participation inférieure à un tiers pouvait prendre le contrôle effectif de la société<sup>1305</sup>, cela nécessitant une modification de ce seuil du tiers du capital<sup>1306</sup>, ce que le rapport recommanda<sup>1307</sup>. Le rapport préconisait un seuil de 25%, le législateur<sup>1308</sup> adopta celui de 30%, s'alignant ainsi sur celui retenu par le *Takeover Code* anglais. Le précédent seuil n'empêchait pas les prises de contrôle rampantes, aussi dénommées « *strangulation lente* »<sup>1309</sup>, dont un bel exemple fût donné avec la prise de contrôle de IMS par Jacquet Metal ce dernier lançant une OPA alors qu'il détenait déjà 33.19% du capital de la société cible<sup>1310</sup>. Dès lors, si un actionnaire, agissant seul ou de concert, vient à dépasser ce seuil des 30%, il sera dans l'obligation de déposer une offre publique sur la totalité du capital de la société visée. Relevons aussi que la *Loi de régulation bancaire et financière* a supprimé la garantie de cours. Avant cette modification, si un investisseur franchissait 50% du capital, il devait proposer à l'ensemble des autres

---

<sup>1303</sup> Laurent Faugérolas, L'action de concert : une réforme inachevée, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> février 2011, n°2, p.134 ; Dominique Bompont et Stéphane Torck, Les offres publiques : perte de contrôle en vue, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> février 2011, n°2, p.138 ; Anne-Catherine Muller, Offres publiques et action de concert, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2011, p.107 ; Renaud Mortier, Modifications du règlement général de l'AMF consécutive à la loi de régulation bancaire et financière, Dr. sociétés, Mai 2011, n°5, comm. 96

<sup>1304</sup> Groupe de travail de l'AMF présidé par Bernard Field, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Octobre 2008, p.24

<sup>1305</sup> Groupe de travail de l'AMF présidé par Bernard Field, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Octobre 2008, p.26 : « *La « puissance de vote effective » d'un actionnaire dont la participation se situe juste en deçà du seuil du tiers est suffisante pour lui permettre de prendre de fait le contrôle absolu (majorité en assemblée générale ordinaire et extraordinaire) d'une société dans pratiquement tous les cas (...)* ».

<sup>1306</sup> Groupe de travail de l'AMF présidé par Bernard Field, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Octobre 2008, p.27 : « *Il apparaît donc indispensable de réduire autant que faire se peut l'écart existant entre le droit boursier de l'offre obligatoire qui ne prend aujourd'hui en considération que le seuil théorique de la minorité de blocage comme si la participation aux assemblées générales des sociétés cotées était de 100%, et le droit des sociétés qui connaît depuis longtemps la notion de contrôle de fait mesurant l'effet réel de l'exercice des droits de vote en fonction des situations variables qui se présentent* ».

<sup>1307</sup> Recommandation n°19 du Groupe de travail de l'AMF présidé par Bernard Field, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Octobre 2008 : « *Le seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire devrait être réduit à 25% ou 30%. Un dispositif légal de plafonnement des droits de vote pourrait par ailleurs être prévu afin d'éviter les prises de contrôle de fait, sauf pour l'actionnaire concerné à déposer une offre sur la totalité du capital* ».

<sup>1308</sup> Relevons que cette modification a été introduite par voie d'amendement lors de l'examen du texte par le Sénat, Rapport du Sénateur Philippe Marini, n°703, 2009-2010, déposé le 14 septembre 2010 : « *La dispersion du capital de nombre de sociétés cotées, le niveau moyen de participations aux assemblées générales et une éventuelle action de concert font se multiplier les situations dans lesquelles un actionnaire détenant moins du tiers des droits de vote peut imposer ses vues lors des assemblées générales* ».

<sup>1309</sup> Renaud Mortier, Réforme des offres publiques obligatoires, Dr. sociétés, 2011, n°1, comm. 12.

<sup>1310</sup> *Ibid.*

actionnaires de racheter leurs actions au prix auquel il avait acquis les titres lui ayant permis de dépasser ce seuil<sup>1311</sup>.

b. L'offre publique obligatoire, une limite absolue à l'activisme.

**430. La limite posée aux arbitragistes.** L'offre publique obligatoire représente une limite que l'on peut qualifier d'absolue à l'arbitrage financier. Les arbitragistes n'ont pas pour objectif de prendre le contrôle de la société mais d'influer sur sa destinée pour réaliser une plus value<sup>1312</sup>. Ils ne vont en aucun cas chercher à se trouver en situation d'avoir à lancer une offre publique sur la société. On peut légitimement estimer que ces actionnaires ne vont pas chercher à dépasser le seuil des 30%. En outre, ces actionnaires n'auront généralement pas les moyens de financer le lancement d'une offre sur l'ensemble du capital de la société. Cette limite doit cependant être relativisée dans le sens où ils ne vont guère avoir besoin d'atteindre ce seuil pour exercer une pression efficace sur l'issue de l'offre. Le *Rapport Field* l'a démontré<sup>1313</sup>, ainsi que notre étude des précédents exemples<sup>1314</sup> ; il était parfois seulement nécessaire de ne détenir que 5% du capital de la société pour agir de manière décisive sur l'issue d'une offre. L'offre publique obligatoire sera donc une limite certaine mais peu utilisée étant donné que, même si théoriquement les arbitragistes peuvent atteindre les 30%, cela n'est pas le cas en pratique. Cette question du seuil est à nouveau remise en question<sup>1315</sup> avec une récente volonté de compliquer les OPA hostiles. Il existe une volonté d'abaisser le seuil de l'offre publique obligatoire de 30 à 25%. Alors que l'idée a l'air nettement moins bien préparée que l'abaissement de 33% à 30%, beaucoup s'interrogent sur l'impact d'une telle mesure sur l'attractivité de la place de Paris et les mesures transitoires qui devraient nécessairement être mises en œuvre<sup>1316</sup>. Aucun autre pays Européen n'applique un seuil de 25%, sauf un, la Slovaquie.

**431. Une limite associée à l'action de concert.** La question de l'offre publique obligatoire ne peut être décorellée de l'action de concert. Si plusieurs arbitragistes agissent de concert, ils seront alors obligés de déposer une offre obligatoire s'ils dépassent les 30%.

---

<sup>1311</sup> Article 53 de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

<sup>1312</sup> Supra n°146 et suivants.

<sup>1313</sup> Supra n°407.

<sup>1314</sup> C'était notamment le cas avec ABN Amro, supra n°103 et suivants.

<sup>1315</sup> Laurence Boisseau, La loi contre les OPA hostiles suscite de très vives critiques, Les Echos, 1 mai 2013.

<sup>1316</sup> *Ibid.*

Cependant, ces regroupements ne forment pas toujours des concerts, comme aux Etats-Unis<sup>1317</sup>, ni dans les différentes actions menées par TCI<sup>1318</sup> (pour prendre l'exemple de l'activisme). On peut donc estimer qu'il s'agit d'une limitation de leur pouvoir, ils ne peuvent agir de concert au risque de devoir lancer une telle offre.

**432.** La législation comporte toute une série de dispositions permettant d'encadrer l'action des arbitragistes. Ils devront ainsi déclarer leur participation du fait des régimes de déclaration attachés aux franchissements de certains seuils et ne peuvent plus éviter ce régime en recourant aux produits dérivés. De la même manière, l'obligation de déposer une offre publique obligatoire sera une limite absolue à la montée au capital des fonds qui ne pourront dépasser le seuil des 30%. Enfin, l'action de concert, étroitement liée à ces deux régimes, viendra englober l'ensemble des fonds agissant de concert en un ensemble qui sera analysé comme ne faisant qu'un. Nous avons cependant vu que l'ensemble de ces dispositifs s'avèrent relativement inadaptés pour canaliser ou encadrer un comportement arbitragiste.

## **§2. Les défenses à disposition de la société.**

**433.** En plus des mesures légales qui s'imposent *de jure* à l'ensemble des émetteurs et des investisseurs sur les marchés financiers, mais qui apparaissent être d'une efficacité limitée, les entreprises peuvent aussi chercher à contrer les fonds arbitragistes en recourant à des mesures à leur disposition ou au droit pénal des affaires. Elles peuvent introduire dans leurs statuts des mesures de défense spécifiques visant à compliquer la montée à leur capital. Ces mesures sont cependant de philosophie et de nature identiques aux mesures légales et apparaissent donc d'une efficacité limitée (A). Un autre moyen de chercher à se protéger contre l'arbitrage est de veiller au respect des règles concernant les abus de marché, particulièrement le délit d'initié et la manipulation de cours (B).

---

<sup>1317</sup> Supra n°424.

<sup>1318</sup> Ce fût le cas avec ABN Amro (supra n°103 et suivants) ou encore Deutsche Börse (supra n°111 et suivants).

## A. Les mesures de défense statutaires.

**434.** La législation donne la possibilité aux sociétés d'adopter des mesures de défenses en plus que celles prévues par les textes de loi. Ils peuvent donc avoir recours à des mesures préventives que les sociétés sont libres d'inclure, ou non, dans leurs statuts (1). Ces mesures sont assez similaires avec celles déjà présentes dans la législation étant donné qu'elles concernent notamment les droits de vote, ou à d'autres stratégies, pour se défendre contre un fonds activiste en assemblée générale (2).

### 1. Les mesures préventives.

**435.** Ces mesures préventives se déclinent principalement autour d'une meilleure transparence des participations avec l'aménagement des statuts de la société (a) ainsi que par le plafonnement des droits de vote dont dispose chaque actionnaire (b).

#### a. La transparence statutaire.

**436. Les franchissements de seuils statutaires**<sup>1319</sup>. Nous avons précédemment étudié que la transparence n'est pas une arme absolue contre les arbitragistes mais qu'elle les prive de l'effet de surprise lors de leur entrée au capital<sup>1320</sup>. Les franchissements de seuils statutaires permettent d'améliorer sensiblement la transparence, notamment en l'absence d'actionnaire de référence, en abaissant le seuil de déclaration<sup>1321</sup>. Les sociétés du CAC 40 l'ont bien compris étant donné que 90% d'entre elles comportaient de telles dispositions en 2011<sup>1322</sup>. Le Code de commerce<sup>1323</sup> permet aux sociétés d'imposer, dans leurs statuts, un seuil inférieur au

---

<sup>1319</sup> Rodolph Elineau, Fasc. 2131 : Franchissements de seuils, JurisClasseur Sociétés Traité, Cote 01.2009.

<sup>1320</sup> Supra n°413 et suivants.

<sup>1321</sup> Philippe Merle, Sociétés Commerciales, Précis Dalloz, 11<sup>ème</sup> édition, p.660.

<sup>1322</sup> Frédéric Grillier et Hubert Segain, Panorama 2011 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40, RTDF n°4, 2011, p.124.

<sup>1323</sup> Article L.233-7 III C. com. : « Les statuts de la société peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital ou des droits de vote inférieures à celle du vingtième mentionnée au I. L'obligation porte sur la détention de chacune de ces fractions, qui ne peuvent être inférieures à 0,5 % du capital ou des droits de vote ».

seuil légal de 5%, à condition qu'il soit supérieur à 0.5%. Concrètement, une société pourra ainsi choisir le seuil le plus approprié en fonction de la liquidité du titre, de la composition du capital et du niveau de transparence souhaité<sup>1324</sup>. Si elle se sait être menacée elle aura intérêt à placer ce seuil statutaire à 0.5% pour anticiper au maximum toute montée au capital. La limite pratique majeure est alors l'augmentation sensible du nombre de déclarations que doit traiter la société.

**437.** Une question se pose en ce qui concerne l'assimilation des instruments dérivés aux actions dans le cadre des franchissements de seuils statutaires. La constitution d'une participation avec des instruments dérivés pour éviter de déclarer un franchissement de seuil légal n'est aujourd'hui plus possible<sup>1325</sup>. On peut se demander si cela ne reste pas possible pour les franchissements de seuils statutaires. Il est en effet soutenu que le législateur, en prévoyant les cas d'assimilation<sup>1326</sup>, a rattaché ce dispositif aux franchissements de seuils légaux, mais pas statutaires, en ne renvoyant pas au III de l'article L.233-7 du Code de commerce<sup>1327</sup>. Cette absence de rattachement semble s'opposer à la *ratio legis* du dispositif qui est d'augmenter la transparence des participations dans les sociétés. Cependant, l'analyse des textes ne nous semble pas contestable et force est de constater que les textes sont clairs et ne prévoient pas cette assimilation. La question suivante est donc de se demander si cette assimilation peut être prévue statutairement par la société ? Il s'agit donc de se demander si les statuts de la société pourraient prévoir eux-mêmes ce cas d'assimilation. Une question similaire s'est posée pour savoir si les statuts pouvaient prévoir un seuil statutaire au-dessus de 5%<sup>1328</sup>. Une partie de la doctrine juge cela possible en l'absence d'interdiction légale<sup>1329</sup> mais la question n'avait pas été envisagée lors des travaux législatifs<sup>1330</sup>. Cette question n'a cependant pas été tranchée en jurisprudence. L'absence de renvoi emporte-t-elle l'interdiction

---

<sup>1324</sup> Le Lamy Sociétés Commerciales 2012 donne un exemple d'une telle clause à son numéro 4490 : « *Toute personne physique ou morale venant à détenir une fraction du capital ou des droits de vote égale ou supérieure à 1% doit porter à la connaissance de la société le nombre total d'actions qu'elle détient. L'information doit être effectuée dans un délai de [...] à compter du jour où la fraction est atteinte. Cette obligation s'applique chaque fois que la part du capital ou des droits de vote détenue augmente d'au moins 1%. [On peut éventuellement insérer le dispositif de sanction]. L'obligation de déclaration à la société de la détention de chaque action de plus de 0,5% du capital social ou des droits de vote jusqu'à 5% s'effectue, et sa violation est sanctionnée, conformément à la législation en vigueur. En plus des fractions prévues par la loi sur les sociétés commerciales, toute personne physique ou morale qui vient à posséder un nombre d'actions représentant une fraction inférieure au vingtième et au moins égale à 0,5% du capital social ou des droits de vote aura l'obligation supplémentaire d'information, dans les conditions prévus par ladite loi* ».

<sup>1325</sup> Supra n°409 et suivants.

<sup>1326</sup> Article L.233-9, I C. com.

<sup>1327</sup> Rodolph Elineau, Fasc. 2131 : Franchissements de seuils, JurisClasseur Sociétés Traité, Cote 01.2009, n°37.

<sup>1328</sup> Rodolph Elineau, *Ibid*, n°12.

<sup>1329</sup> Voir notamment : A. Charvériat et A. Couret, Sociétés commerciales : Mémento Lefebvre 2008, n°17405.

<sup>1330</sup> Rapport n° 621 de A. Vivien au nom de la commission des finances de l'assemblée nationale, 1987.

de prévoir ce dernier dans les statuts, ou de prévoir une assimilation dans les statuts ? A notre connaissance, aucun texte ne viendrait empêcher une telle disposition statutaire dont la nullité ne peut « *résulter que d'une disposition expresse du présent livre ou des lois qui régissent la nullité des contrats* »<sup>1331</sup>. Il nous semble donc qu'une telle assimilation puisse être effectuée, ce qui ira dans le sens de la *ratio legis* du dispositif qui est de maximiser la transparence des participations.

**438. La sanction en l'absence de déclaration des franchissements de seuils statutaires.** Ici encore, la formulation<sup>1332</sup> laisse place à un débat doctrinal. Certains auteurs estiment qu'il est nécessaire qu'un actionnaire fasse une demande de privation et que cette privation soit prévue dans les statuts<sup>1333</sup>. Nous sommes cependant de l'avis de la doctrine estimant que cette formulation offre seulement la possibilité aux statuts de la société de soumettre la sanction automatique à la demande d'un actionnaire<sup>1334</sup>. Pour s'en convaincre, il faut remarquer que la phrase « *Les statuts de la société peuvent prévoir (...)* » exprime clairement la possibilité et donc un choix à opérer par les rédacteurs des statuts. Il convient de souligner que si la société entend se prémunir contre une montée à son capital d'actionnaires arbitragistes il sera préférable qu'elle renonce à instaurer une telle procédure. Une privation automatique des droits de vote permettra d'éviter un possible débat en assemblée générale ainsi que la nécessité de trouver un actionnaire souhaitant demander cette privation au bureau. En ce qui concerne la sanction facultative<sup>1335</sup>, rien n'empêche le tribunal de la prononcer et de priver la suspension totale ou partielle des droits de vote<sup>1336</sup>. A l'inverse, il ne nous paraît pas possible qu'un investisseur puisse être sanctionné par l'AMF étant donné que son règlement général ne vise que les « *(...) manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les*

---

<sup>1331</sup> Article L.235-1 C. com. : « *La nullité d'une société ou d'un acte modifiant les statuts ne peut résulter que d'une disposition expresse du présent livre ou des lois qui régissent la nullité des contrats. (...)* ».

<sup>1332</sup> Article L.233-7, III C. com. : « *Les statuts de la société peuvent prévoir que les dispositions des deux premiers alinéas de l'article L.233-14 ne s'appliquent qu'à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote de la société émettrice au moins égale à la plus petite fraction du capital dont la détention doit être déclarée. Cette fraction ne peut toutefois être supérieure à 5%* ».

<sup>1333</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.*

<sup>1334</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.*, n°70.

<sup>1335</sup> Article L.233-14 C. com..

<sup>1336</sup> Rodolph Elineau, *Ibid.*, n°79. L'article renvoie en effet à l'article L.233-7 C. com. dans son intégralité sans distinguer en son sein.

*investisseurs (...)* »<sup>1337</sup>. Un manquement à une obligation statutaire ne peut légitimement pas rentrer dans cette catégorie.

**439.** L'introduction d'un seuil statutaire permettra d'améliorer la transparence sur le marché et de priver un arbitragiste de l'effet de surprise en cas de montée au capital. Ce seuil statutaire ne permettra bien évidemment pas d'empêcher ou de neutraliser une telle montée. Cependant, si la seule sanction est la seule privation des droits de votes et qu'une sanction administrative n'est pas applicable on peut douter de l'efficacité dissuasive de cette sanction. La mise en place de franchissements de seuils statutaires aura les mêmes limites que les franchissements de seuils légaux et ne seront pas en mesure de canaliser l'arbitrage financier au cours d'une offre publique ou de le neutraliser.

#### b. Le plafonnement des droits de vote.

**440. Le plafonnement des droits de vote.** En complément à l'introduction de la déclaration de franchissement de seuils statutaires, il peut apparaître aussi pertinent de chercher à limiter les droits de vote de certains actionnaires. Cette possibilité est offerte aux sociétés par le législateur, mais semble peu suivie étant donné que seulement 17,5% des sociétés du CAC 40 y avaient recours en 2011<sup>1338</sup>. Une telle limitation peut être introduite à la condition expresse que l'égalité entre les actionnaires soit respectée<sup>1339</sup>. En pratique<sup>1340</sup>, les statuts de la société prévoient un certain pourcentage au-delà duquel l'actionnaire sera privé de ses droits de vote. Il s'agira d'un calcul délicat car il ne faudra pas pénaliser les actionnaires de référence, acquis à l'indépendance de la société et à ses orientations stratégiques. Ce plafonnement a notamment été mis en place chez Danone<sup>1341</sup>, un actionnaire ne peut ainsi exprimer plus de 6% des droits de vote de la société en assemblée générale. Le Conseil d'administration de cette société y voit principalement une mesure de défense anti-OPA forçant un investisseur souhaitant exercer l'intégralité de ses droits de vote à lancer une

---

<sup>1337</sup> Article L.621-14 C. Mon. Fin..

<sup>1338</sup> Frédéric Grillier et Hubert Segain, Panorama 2011 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40, RTDF n°4, 2011, p.124.

<sup>1339</sup> Article L.225-125 C. com. : « *Les statuts peuvent limiter le nombre des voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions, sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote* ».

<sup>1340</sup> Thomas Jaeglé, L'efficacité des mesures de défense anti-OPA, sous la direction de Maître Patrick Dziejowski, Université Paris-Descartes, 2011.

<sup>1341</sup> Article 26 II des statuts de Danone SA.

offre publique<sup>1342</sup>. Nous y verrons aussi un moyen efficace pour contenir un actionnaire en le privant d'une partie de ses droits de vote en assemblée générale. Encore faut-il, et ce sera là le principal problème avec les arbitragistes, que cet actionnaire cherche à voter en assemblée générale.

**441.** La société peut aussi recourir à une clause d'ajustement, dont l'objet consiste à neutraliser l'absentéisme en assemblée, « *Chaque actionnaire présent disposera d'un pourcentage des voix exprimables à peu près identique – mais jamais inférieur – à celui que sa participation représente au regard du nombre total des droits de vote* »<sup>1343</sup>. Cela évitera à un actionnaire avec une faible part du capital de fortement influencer la prise de décision du fait de l'absentéisme en assemblée. Ces clauses seront généralement mises en place autour d'un seuil à partir duquel l'ajustement sera effectué. Ensuite, pour les actions dépassant ce seuil, on rapporte le nombre de droits de votes au-dessus du nombre de voix exprimables lors de l'assemblée générale en question. Cela a mécaniquement tendance à renforcer le poids des minoritaires ; cependant, à la différence de la clause de plafonnement, cette dernière clause n'aura pas pour effet de transformer les principaux actionnaires en actionnaires minoritaires. La liberté statutaire donne aussi un grand pouvoir aux dirigeants pour chercher à neutraliser à l'avance l'influence potentielle de certains actionnaires. La société peut ainsi chercher à placer des règles spécifiques de majorité et de quorum pour la prise de décisions spécifiques, et notamment pour l'élection des administrateurs ou des dirigeants. On peut aussi prévoir une limitation d'ancienneté dans la société dans le but d'interdire à un nouvel entrant de prendre pied au sein du conseil d'administration. Dans le même registre, on peut aussi imaginer que les clauses de plafonnement, ne trouvent à s'appliquer que pour certaines opérations bien définies. Une modération dans les mesures peut en effet faciliter leur acceptation par les actionnaires et donc la modification des statuts préalable à leur mise en place.

**442. L'efficacité.** Pour que ces clauses soient efficaces, il faut nécessairement prendre en compte l'éventuelle situation de concert dans laquelle pourrait se trouver l'actionnaire concerné, sinon le contournement sera facile. En ce qui concerne les clauses de majoration, que ce soit du quorum ou de la majorité, il faut trouver un juste milieu entre une défense

---

<sup>1342</sup> Page 167 du Document de référence 2009 de Danone. Le Conseil d'administration estime que ce dispositif « permet également d'éviter qu'un actionnaire puisse prendre le contrôle de fait de la Société de manière « rampante », c'est-à-dire sans l'obliger à lancer une offre publique. Précisément, la clause de limitation des droits de vote permet d'éviter cette situation en obligeant l'actionnaire souhaitant prendre le contrôle de la Société à lancer une offre publique sur l'ensemble des titres de la Société »

<sup>1343</sup> Jean Jacques Daigre et Dominique Bompont, La prise de contrôle rampante, Actes prat., Mai/juin 2000, Page 5.

efficace et entre un dispositif trop strict pouvant gêner le bon fonctionnement de l'assemblée générale. Un point fondamental à prendre en compte est l'éventuel impact en termes de valorisation de l'adoption de telles mesures. En effet, plus une offre publique apparaît difficile à réussir sur la société et plus cette dernière verra sa valorisation baisser. Il est donc très vraisemblable que les dirigeants de la société soient réticents à se lancer dans l'adoption de tels dispositifs statutaires, ne serait-ce que par peur d'une baisse du cours de bourse et d'un possible mécontentement des actionnaires. En ce qui concerne l'efficacité juridique de ces mesures, des nuances doivent aussi être apportées ; elle nous semble doublement limitée. En premier lieu, elles ne seront pas bien perçues par les actionnaires en général et les *proxy advisers* en particulier. Il n'est donc pas certain qu'elles puissent être mises en place dans les sociétés. Les actionnaires risquent d'y voir un moyen, pour les dirigeants, de se protéger d'un actionnaire souhaitant faire bouger les lignes. Ensuite, certains de ces dispositifs connaissent des limites légales spécifiques. Le plafonnement des droits de vote sera ainsi neutralisé si une offre publique vient à réussir et que son initiateur détient une majorité en assemblée générale extraordinaire<sup>1344</sup>. L'utilisation de ces dispositifs statutaires pourra donc permettre de compliquer une prise de position d'un actionnaire au capital.

**443.** Concernant l'arbitrage, la remarque venant limiter l'efficacité de ce plafonnement est toujours la même. Etant donné que les arbitragistes ne seront pas intéressés par l'utilisation de leurs droits de votes, que ceci n'est pas un élément leur permettant de mener à bien leur stratégie, il apparaît que le plafonnement des droits de vote trouvera naturellement les mêmes limites que celles précédemment énoncées concernant la sanction consistant en la privation de ces mêmes droits de vote. Le plafonnement n'empêchera pas non plus ces fonds de constituer une forte participation au capital de la société et de faire basculer l'offre dans le sens qui est celui de leurs intérêts financiers de court-terme. Le plafonnement aura une utilité de venir limiter l'influence d'autres actionnaires avant ou pendant l'offre mais ne sera pas non plus en mesure de constituer une défense efficace contre l'arbitrage financier.

---

<sup>1344</sup> Article L.225-125 alinéa 2 C. com. : « Les effets de la limitation mentionnée à l'alinéa précédent, prévue dans les statuts d'une société qui fait l'objet d'une offre publique et dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, sont suspendus lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre lorsque l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre supérieure à une quotité fixée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts ».

## 2. Les mesures de défense en assemblée générale.

444. Une fois les fonds présents au capital il se peut que les dirigeants de la société aient à les affronter au cours d'une assemblée générale, potentiellement réunie en cours d'offre, ou même dans la phase préparatoire de celle-ci comme cela a été vu dans l'OPA d'Arcelor. Relevons que la meilleure défense reste la discussion et la négociation avec ces fonds pour éviter le bras de fer (a). Si ce dernier ne peut être évité, les dirigeants auront alors intérêt à avoir précédemment fidélisé les principaux actionnaires de la société (b).

### a. La discussion avec les actionnaires.

445. **Le dialogue avec les actionnaires arbitragistes**<sup>1345</sup>. Les mesures de défense les plus efficaces à l'encontre de ces investisseurs ne sont probablement pas de nature juridique mais relèvent d'un dialogue constructif avec ces derniers. L'ensemble des stratégies de dialogue applicables aux actionnaires activistes semblent parfaitement pertinentes pour les arbitragistes. Il est conseillé<sup>1346</sup> aux dirigeants de sociétés de prendre des mesures préventives. Ils doivent rester informés de l'évolution de leur capital<sup>1347</sup>, mais aussi chercher à comprendre les stratégies et les objectifs des arbitragistes pour anticiper leur réponse. La première chose est donc de ne pas se laisser surprendre. Les dirigeants doivent surtout rester ouverts à d'éventuelles propositions de changement, notamment en ayant connaissance des éventuelles faiblesses de la société<sup>1348</sup>, pour adopter une politique constructive. Ils ne doivent pas juger une proposition de manière négative uniquement parce qu'elle émane d'un groupe d'actionnaires arbitragistes<sup>1349</sup>. Enfin, les dirigeants doivent être prêts à formuler des

---

<sup>1345</sup> Il s'agit d'une nécessité soulignée par la pratique. Rencontre avec Hubert Segain, Avocat associé, Herbert Smith LLP, 17 juillet 2012.

<sup>1346</sup> On peut se reporter à l'étude de The Conference Board, Report of the conference board research working group, Hedge fund activism, Finding and recommendations for corporations and investors, Septembre 2008.

<sup>1347</sup> On voit ainsi qu'il est pertinent d'insérer des seuils statutaires, voir supra n°436 et suivants.

<sup>1348</sup> The Conference Board, Report of the conference board research working group, Hedge fund activism, Finding and recommendations for corporations and investors, Septembre 2008: *“Comme une mesure préventive, les sociétés doivent renouer leur attention sur les performances financiers et être préparées à justifier leur trésorerie et leurs positions vis-à-vis de leurs objectifs stratégiques. Tout particulièrement, quand un excès de trésorerie est disponible, les dirigeants doivent publiquement articuler une stratégie pour retenir cette trésorerie, le réinvestir, ou le retourner aux actionnaires à travers le paiement de dividendes spéciaux ou des rachats d'actions”*.

<sup>1349</sup> The Conference Board, Report of the conference board research working group, Hedge fund activism, Finding and recommendations for corporations and investors, Septembre 2008: *“Les conseils d'administration*

réponses. Ils doivent s'impliquer personnellement dans le dialogue avec ces actionnaires et veiller à la qualité des réponses fournies. Ils ne doivent pas limiter leurs réponses aux arbitragistes mais s'assurer qu'ils s'adressent bien à l'ensemble des actionnaires. Dans notre situation, les dirigeants seront en mesure d'expliquer leur projet de rapprochement à ces fonds et éventuellement de les convaincre du bien-fondé de cette stratégie. Ils pourront aussi utilement inclure dans leur projet les remarques provenant des fonds, ce qui peut permettre à la fois d'améliorer le projet et de s'assurer du soutien d'actionnaires influents. De la même manière, en cas d'offre hostile sur la société, les dirigeants devront chercher à convaincre les arbitragistes du mal-fondé du projet ou de la valorisation retenue pour que ces derniers prennent position contre l'offre. Surtout, l'étude des cas nous montre que c'est parfois le manque de dialogue avec les *hedge funds* qui peut pousser ces derniers à adopter une politique plus agressive. Ce fût notamment le cas, dans une campagne activiste, avec TCI et Deutsche Börse<sup>1350</sup>. Les activistes jouent en effet le rôle d'actionnaires cherchant à dialoguer avec les administrateurs qui ne détiennent leur légitimité que de leur élection par l'assemblée générale des actionnaires<sup>1351</sup>. Refuser un tel dialogue peut donc paraître totalement illégitime de la part de ces dirigeants. En pratique, le rôle du banquier d'affaires et du conseil en communication sera alors déterminant pour transmettre un message cohérent et financièrement pertinent à l'ensemble des acteurs concernés<sup>1352</sup>. Il est des situations dans lesquelles le dialogue ne sera pas possible. C'est notamment le cas lorsque l'actionnaire arbitragiste n'envisage que la réussite de l'offre alors que les dirigeants de la société y sont clairement opposés. En tout état de cause, les dirigeants n'ont aucun intérêt à ne pas prendre en compte les demandes émanant d'actionnaires arbitragistes et à ne pas engager, ou tenter d'engager, un dialogue avec ces derniers. Ce dialogue peut permettre de sauver un projet ou d'éviter une prise de contrôle hostile sans avoir à livrer bataille lors de l'assemblée générale.

**446. La constitution d'un noyau dur.** En plus de la discussion avec les actionnaires arbitragistes, les dirigeants auront la possibilité de constituer un noyau dur d'actionnaires autour de leur stratégie. Il ne s'agit pas de constituer un noyau dur au sens capitalistique du terme tel que nous allons l'étudier<sup>1353</sup> ; il s'agit de s'assurer que les principaux actionnaires de

---

*doivent comprendre la rationalité derrière l'émergence des standards de gouvernance tout comme les pratiques provenant des récentes proxy fights ou supportées par des proxy advisors et les groups d'intérêts des grands actionnaires".*

<sup>1350</sup> Voir Supra n°111 et suivants. TCI s'était expressément plaint du manque d'intérêt des dirigeants de Deutsche Börse pour ses remarques concernant le projet de fusion.

<sup>1351</sup> Article L.225-18 C. com.

<sup>1352</sup> Rencontre avec Hubert Segain, Avocat associé, Herbert Smith LLP, 17 juillet 2012.

<sup>1353</sup> Voir supra n°500 et suivants.

la société soutiennent la stratégie mise en place par les dirigeants. En cas de projet de fusion ou de rapprochement, s'assurer de leur soutien permettra de sécuriser en partie l'opération. De la même manière, en cas de contestation du conseil d'administration menée par un fonds en vue d'une vente de la société, la présence d'actionnaires acquis à la stratégie d'indépendance de cette dernière pourra permettre de neutraliser cette tentative. Relevons que la fidélisation d'un tel groupe peut néanmoins poser question si une information privilégiée (comme un projet de fusion) est transmise<sup>1354</sup>. Il ne faut pas non plus considérer qu'un blanc seing donné par des actionnaires importants permette de négliger les demandes des autres actionnaires. Les dirigeants n'ont aucun intérêt à passer outre ces demandes et à provoquer un débat en assemblée générale, ou avant cette dernière, qu'ils ne sont jamais certains de remporter. Ils auront donc toujours intérêt à prendre en considération les demandes en provenance des actionnaires, ces derniers étant de toutes manières attentifs aux réactions des autres actionnaires et ne seront donc pas insensibles à cette question du noyau dur.

#### b. Les moyens de fidélisation.

**447. La nécessaire fidélisation des actionnaires.** La question des relations entre la société et les actionnaires arbitragiste doit se comprendre avant même l'assemblée générale. Une société a un besoin impératif de fidéliser ses actionnaires en amont. La fidélisation des actionnaires à la société est l'un des enjeux majeurs des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur les marchés réglementés. A l'heure où les investisseurs font rapidement tourner les participations dans leur portefeuille il est essentiel pour les sociétés de constituer des relations fondées sur le long-terme avec la majorité des actionnaires présents à leur capital. Il ne s'agit pas tant de fidéliser les actionnaires à la société mais surtout à son modèle économique et à sa stratégie à long-terme.

La fidélisation est primordiale dans le cadre des offres publiques. Il s'agit probablement de la seule assurance que pourra avoir une société que les titres seront apportés à l'offre en toute connaissance de cause. Comme cela a été relevé, le problème initial avec l'arbitrage financier tient dans le fait que certains actionnaires, lors de l'annonce de l'offre, et pour des raisons multiples, vendent leurs titres à ces arbitragistes. Ils vendront leurs titres même s'ils sont convaincus que la pleine valeur de la société pourra être révélée à long-

---

<sup>1354</sup> Voir infra n°452 et suivants.

terme<sup>1355</sup>. Ils effectuent d'ailleurs cette vente quasiment à l'aveugle, c'est-à-dire au prix du marché au début de l'offre, sans attendre une éventuelle surenchère. La première chose que doit donc faire une société est de fidéliser les actionnaires que l'on pourrait qualifier d'historique pour que ces derniers n'aient pas envie de vendre leurs titres. En limitant l'ampleur du marché se créant au moment de l'annonce de l'offre publique la société viendra automatiquement limiter l'effet de l'entrée des actionnaires arbitragistes à son capital. Dès lors, une politique de fidélisation de cet actionnariat apparaît comme étant une stratégie pertinente permettant de chercher à limiter l'hémorragie et de s'assurer qu'un maximum d'actionnaires restent présents au capital<sup>1356</sup>. L'enjeu est cependant compliqué à atteindre. Il faudra que l'actionnaire soit assez lié à la société pour qu'il refuse de vendre immédiatement ses titres en profitant du bond que fait généralement l'action après l'annonce d'une offre publique sur la société. Les dirigeants de la société doivent donc s'appliquer à tisser des liens solides avec leurs investisseurs. In fine, la fidélisation des actionnaires n'est rien d'autre que s'assurer que ces derniers prêtent attention à la société et s'attachent à sa stratégie à long-terme.

**448. Les moyens de fidélisation des actionnaires.** De prime abord, la fidélisation des actionnaires passe par les mesures classiques que sont les droits de votes doubles ou le dividende majoré que nous étudierons par la suite. Ces outils permettront certes de fidéliser les actionnaires mais il s'agit surtout de la « cerise sur le gâteau »<sup>1357</sup>. La véritable fidélisation passe par un rapport de confiance entre le conseil d'administration de la société et ses actionnaires. Concrètement il s'agit, pour le conseil d'administration, de pleinement associer les actionnaires au développement de la société et de s'assurer d'être toujours à l'écoute de ces derniers. Cela passe concrètement par le développement d'une relation directe avec l'actionnariat de la société et avec des rencontres hors du cadre très structuré de l'assemblée générale annuelle. Cela passe aussi par l'information qui est donnée à ses actionnaires. La fidélisation des actionnaires n'est rien d'autre qu'un effort de pédagogie sur la stratégie de la société et la capacité à amender cette stratégie en fonction des souhaits de ces derniers. La fidélisation ne peut aussi faire l'impasse sur les résultats financiers. Le conseil

---

<sup>1355</sup> The Kay review, 8.23 : « S'il y a un problème, c'est que les titulaires d'actions ne sont pas disposés à rejeter une offre immédiate avec une majoration par rapport au cours de bourse même s'ils estiment que la valeur fondamentale de l'action sera révélée sur le long-terme. Ou c'est qu'ils n'ont aucune idée de la valeur fondamentale de l'action, mais prennent l'argent et partent ».

<sup>1356</sup> Entretien avec Bertrand Durupt, Géraldine Périchon, Direction des émetteurs – division des offres publiques, Autorité des Marchés Financiers, Laurent Schwager, 13 février 2013.

<sup>1357</sup> Entretien avec Bertrand Durupt, Géraldine Périchon, Direction des émetteurs – division des offres publiques, Autorité des Marchés Financiers, Laurent Schwager, 13 février 2013.

d'administration doit donc s'attacher à définir une stratégie permettant un accroissement harmonieux de la valeur de l'entreprise sur le long-terme. L'objectif central est d'avoir un actionnariat qui soit attaché à la société et fidélisé à son modèle économique. Ceci passe fondamentalement par une confiance importante des actionnaires dans les dirigeants. A cette fin, une bonne pratique de la *corporate governance* en travaillant la qualité de l'information et un gouvernement d'entreprise répondant aux critères les plus élevés en la matière apparaît être un pré-requis.

**449.** La fidélisation des actionnaires apparaît dès lors plus comme un travail de longue haleine comportant de multiples aspects que comme la mise en œuvre d'un simple catalogue de mesures. Il s'agit même d'une véritable stratégie de la société visant à asseoir son actionnariat. Cette stratégie sera donc propre à la société et ne pourra pas forcément être dupliquée de la même manière sur une autre société. Elle dépendra de la taille de la société, de son actionnariat, de son modèle et de son secteur économique. La fidélisation d'un actionnariat ne se décrète pas. Elle est le fruit d'un comportement du conseil d'administration et d'une stratégie financière qui ne peut être réellement appréciée par les actionnaires qu'avec un horizon de long-terme.

## **B. L'utilisation stratégique du droit pénal des affaires et des règles portant sur les abus de marché.**

**450.** Le droit pénal des affaires est une voie de défense envisageable pour se défendre contre des actionnaires arbitragistes. Cette défense restera cependant soumise à la condition préalable que ces derniers viennent à commettre des délits ou des manquements. Le fait qu'ils recherchent une performance absolue, supérieure à celle des autres acteurs, peut les inciter à commettre de telles fautes. Cette voie de défense est donc théoriquement envisageable (1) mais son efficacité reste à démontrer pour des raisons de territorialité et de longueur des procédures (2).

## 1. Une voie de défense envisageable<sup>1358</sup>.

451. Cette voie de défense est envisageable car les actionnaires arbitragistes peuvent être amenés à détenir des informations privilégiées sur des sociétés (1) ou avoir des stratégies d'achat ou de vente pouvant s'apparenter à de la manipulation de cours (2).

### a. Les actionnaires arbitragistes et les opérations d'initiés.

452. **Le délit et le manquement d'initié.** Le délit d'initié est réprimé par la loi pénale<sup>1359</sup> et le règlement général de l'AMF<sup>1360</sup> pour permettre un fonctionnement efficient

---

<sup>1358</sup> Sur les abus de marché en général on pourra se reporter à Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, en collaboration avec Mathieu Françon, Les abus de marché, Manquements administratifs et infractions pénales, Lexis Nexis, 2012 ainsi qu'à Claude Ducouloux-Favard, Infractions boursières- délits et manquements boursiers, JurisClasseur Sociétés Traité, Cote 01.2010, 18 octobre 2009.

<sup>1359</sup> Claude Ducouloux-Favard, *Ibid.* Le délit d'initié a été instauré par la loi n°70-1203 du 23 décembre 1970 et la loi n°83-1 du 3 janvier 1983. Il est aujourd'hui incriminé à l'article L.465-1 C. Mon. Fin. : « Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations.

*Est puni d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.*

*Est puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 150 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait pour toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance. Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement et à 1 500 000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre ».*

<sup>1360</sup> Article 622-1 RGAMF : « Toute personne mentionnée à l'article 622-2 doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant, (Arrêté du 30 décembre 2005) « ou en tentant d'acquérir ou de céder, » pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés. » Voir aussi : Marc-Emmanuel Gounot, Essai d'application de l'analyse économique du droit à la réglementation boursière des opérations d'initiés, Revue de science criminelle, 2000, p.335.

des marchés<sup>1361</sup>. La question du cumul de deux textes et de deux procédures répressives distinctes ne manque pas d'interpeller, notamment quant au respect du principe *non bis in idem*, principe que les juridictions entendent vraisemblablement ne pas appliquer à ce délit<sup>1362</sup>. Le texte pénal vise une information privilégiée portant sur « *les perspectives ou la situation de l'émetteur* » dont les titres sont admis sur un marché réglementé. Cela concernera donc les actionnaires investissant dans une société dont les titres sont admis à la négociation sur un tel marché. Le texte de loi prévoit plusieurs catégories d'initiés qu'il s'agit ici de distinguer. Il distingue ainsi les initiés primaires (les dirigeants) et les initiés secondaires (personnes recevant l'information privilégiée dans le cadre de leurs fonctions)<sup>1363</sup>. Les actionnaires de court-terme ne peuvent être rattachés à aucune de ces deux catégories étant donné qu'ils sont des tiers à la société et n'effectueront aucune mission pour cette dernière. Ils seront donc considérés comme des initiés tertiaires, c'est-à-dire utilisant l'information privilégiée sans avoir de lien particulier avec la société. Le mécanisme du manquement administratif pose une obligation d'abstention d'intervenir sur les titres d'un émetteur pour certaines personnes<sup>1364</sup>. Ces personnes sont énumérées par le règlement général<sup>1365</sup> (comme les dirigeants de la société) mais une disposition générale vient viser toute personne ayant une information privilégiée, ou qui n'aurait pas dû ignorer le caractère privilégié de l'information<sup>1366</sup>. Un arbitragiste ayant une information privilégiée sur une offre publique devra donc s'abstenir de prendre position sur cette offre tant que l'information ne présente pas un caractère public<sup>1367</sup>.

**453. Les stratégies des arbitragistes les exposent à l'utilisation d'une information privilégiée.** La question de la définition de l'information privilégiée, dont l'autorité de

---

<sup>1361</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, Lexis Nexis, n°56 et suivants.

<sup>1362</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, Lexis Nexis, n°500 et suivants.; Cass. Crim., 2 avril 2008, n°07-85.179 ; Eric Dezeuze, *Infractions financières*, RTDF 2008, n°2, p.98.

<sup>1363</sup> Daniel Labetoulle, *La diversité des initiés*, Bull. Joly Bourse, 2011, n°7, p.460.

<sup>1364</sup> Article 622-1 RGAMF.

<sup>1365</sup> Article 622-2 RGAMF.

<sup>1366</sup> Article 622-2 RGAMF : « *Ces obligations d'abstention s'appliquent également à toute autre personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* ».

<sup>1367</sup> Pour un exemple de sanction d'un gérant, même s'il ne s'agissait pas d'un *hedge fund*, suite à une preuve rapporté par un faisceau d'indices : Commission des sanctions de l'AMF, 1<sup>ère</sup> section, 22 mai 2008 ; Géraldine Roch, *Manquement d'initié : la preuve de la détention de l'information privilégiée*, Bull. Joly Bourse, 2008, n°6, p.454 : « *Le gérant d'un fonds, consulté quelques jours auparavant par le président de l'émetteur sur l'opportunité d'un partenariat et son prix, a méconnu son obligation d'abstention en achetant des titres de l'émetteur alors qu'il s'avait détenir une information privilégiée. A défaut de l'être par une preuve tangible, la détention de l'information privilégiée peut être établie par un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule cette détention peut expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé* ».

poursuite doit rapporter la preuve<sup>1368</sup>, est fondamentale. Le règlement général de l'AMF en donne une définition<sup>1369</sup>, qui devra être appréciée *in concreto*<sup>1370</sup>, dont les caractéristiques<sup>1371</sup> sont une information précise (elle doit faire état de faits desquels il est possible de tirer une conclusion quant à l'évolution du titre financier en question), confidentielle, concernant un émetteur et qui serait susceptible d'influer sur le cours du titre financier en question. En ce qui concerne le délit pénal, la définition est d'origine jurisprudentielle et identique, ayant inspiré la définition administrative<sup>1372</sup>. Des précisions doivent être apportées à cette définition. Une information pourra être précise sans être certaine, l'évocation d'un projet d'OPA pourra alors apparaître comme étant précise<sup>1373</sup>. Relevons ainsi que des poursuites pourront être engagées si des achats ont lieu, mais que l'opération n'est finalement pas lancée<sup>1374</sup>. Si un actionnaire arbitragiste vient à détenir une information présentant les caractéristiques de l'information privilégiée, il devra alors s'abstenir de l'utiliser au risque de se voir accuser de commettre un délit ou un manquement d'initié. Dans le cadre de notre étude, ce point est fondamental pour deux raisons. Tout d'abord l'information de la préparation d'une offre d'une société sur une autre pourra facilement présenter le caractère d'une information privilégiée<sup>1375</sup>. Il en va de

---

<sup>1368</sup> Didier Martin et Mathieu Françon, Recherche des preuves d'abus de marché, RTDF n°3, 2011, p.10.

<sup>1369</sup> Article 621-1 RGAMF : « Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés. Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ».

<sup>1370</sup> Eric Dezeuze et Mathieu Françon, Appréciation *in concreto* du caractère sensible d'une information prétendument privilégiée, Bull. Joly Bourse, 2011, n°4, p.241.

<sup>1371</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°64 et suivants.

<sup>1372</sup> Cass. Crim., 26 juin 1995, Affaire de la Ruche Méridionale : « (...), c'est à la condition que lesdites informations soient précises, confidentielles, de nature à influencer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées ».

<sup>1373</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°106. Philippe Didier, Faisceau d'indices insuffisant pour établir la preuve de la connaissance de l'initié, Rev. Soc., 2012, p.256. A l'inverse : Commission des sanctions de l'AMF, 2<sup>ème</sup> section, 20 novembre 2008 ; Anne Deprez-Graff, Manquement d'initié : des liens entre la sanction administrative et le droit pénal, Bull. Joly Bourse, 2009, n°3, p.179 : « (...), en dépit de la coïncidence chronologique entre les acquisitions de titres par un tiers et l'aboutissement de l'OPA dont l'émetteur était la cible et du caractère massif des achats litigieux, financés par l'emprunt, l'étant des données ne permet pas de retenir le grief de manquement d'initié en se fondant sur ce que seule la détention de l'information privilégiée relative au probable dépôt d'une OPA pourrait expliquer les acquisitions litigieuses ».

<sup>1374</sup> Ce fût le cas dans la célèbre affaire Soros, Cass. Crim. 14 juin 2006, n°05.82-453 : « L'intéressé avait obtenu au cours de ces contacts une information suffisamment précise, confidentielle et de nature à influencer sur le cours de la valeur dans la mesure où lui avait été communiqué un ordre de prix et le montant des titres ».

<sup>1375</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°64 et suivants.

même des informations sur l'évolution d'une offre après le lancement de celle-ci, comme par exemple la préparation d'une surenchère.

454. Ensuite, les actionnaires de court-terme, et tout particulièrement les arbitragistes, doivent obtenir la meilleure performance possible par rapport au reste du marché pour faire la différence avec les OPCVM. Ils auront donc des incitations à recueillir des informations à la limite de l'information privilégiée pour avoir l'idée la plus précise possible de l'évolution de l'offre afin de se positionner par rapport à elle. La plupart des arbitragistes auront des procédures pour éviter de tels problèmes d'utilisation d'une information privilégiée<sup>1376</sup>, mais le contexte concurrentiel précédemment décrit laisse supposer que certains pourraient utiliser une information privilégiée et même mettre en œuvre des moyens pour en recueillir une. Leurs procédures de contrôle pourront aussi présenter des lacunes<sup>1377</sup>. Un exemple, à la fois récent et retentissant, s'est d'ailleurs produit outre-Atlantique. Un gérant de *hedge fund* a été condamné à 11 ans de prison pour avoir commis plusieurs délits d'initiés (constituant dans leur totalité le plus gros délit d'initié jamais commis aux Etats-Unis), la justice condamnant aussi à de lourdes peines un ancien dirigeant de Goldman Sachs qui avait transmis les dites informations<sup>1378</sup>. Ce cas, vient témoigner d'un phénomène. Un autre exemple, plus ancien, avait eu lieu en France<sup>1379</sup>. L'ampleur du phénomène est difficile à quantifier. Il est probablement minoritaire et est clairement perçu comme tel. Il semble cependant que certains *hedge funds* se révèlent particulièrement enclins au délit d'initié. Une nouvelle affaire, toujours à New-York, est ainsi apparue en novembre 2012<sup>1380</sup>. Un gérant de *hedge fund* est ainsi suspecté d'avoir réalisé 276 millions de dollars de profits sur deux ans en utilisant des informations privilégiées sur un nouveau médicament. Cette affaire se solda par une transaction avec la *Security and Exchange Commission* d'un montant de 616 millions de dollars<sup>1381</sup> et pose aujourd'hui de graves problèmes financiers au *hedge fund* impliqué<sup>1382</sup>.

---

<sup>1376</sup> Rencontre avec Hubert Segain, Avocat associé, Herbert Smith LLP, 17 juillet 2012.

<sup>1377</sup> On peut ainsi douter que les *hedge funds* mettent en place des Murailles de Chine. Voir ainsi: David Campbell, A material difference, Legal Week, 8 février 2007, p.20.

<sup>1378</sup> Les Echos, un ancien de Goldman Sachs condamné pour délit d'initié, le 24 octobre 2012 : <http://www.lesechos.fr/entreprises-secteurs/finance-marches/actu/0202348201419-un-ancien-de-goldman-sachs-condamne-pour-delit-d-initie-503913.php>, lien consulté le 30 octobre 2012 ; Prison ferme pour Rajat Gupta, star déchue de Wall Street, Le Monde, 25 octobre 2012. Sur cette question : Jay W. Eisenhofer, Hedge funds need more accountability, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 10 Mai 2012.

<sup>1379</sup> Il s'agit de la fameuse affaire Soros qui a vu son épilogue récemment : Valérie de Senneville, Raid sur la Société générale : Soros attend l'épilogue, Les Echos, 05 octobre 2011.

<sup>1380</sup> Nessim, Aït-Kacimi, La justice sur la piste d'un délit d'initié record à Wall-Street, Les Echos, Mercredi 11 novembre 2012.

<sup>1381</sup> Muryel Jacque, Délit d'initié : amende record à Wall Street pour une star des « hedge funds », Les Echos, 18 mars 2013.

Une autre affaire est aussi apparue en France dans le cadre d'une offre publique de retrait, toujours avec un *hedge fund*<sup>1383</sup>. Il est très intéressant de noter que depuis qu'une répression accrue vise les délits d'initiés à New-York, les scientifiques relèvent une plus faible intervention des initiés avant les offres publiques et les rendements des actions sont devenus plus normaux en période d'offre<sup>1384</sup>. On peut estimer que les *hedge funds*, de par leurs politiques de recherche d'information et de *trading* agressives, sont plus enclins aux délits d'initiés que les autres investisseurs. Dès lors, une société cible actionnaire de court-terme pendant une offre pourrait, s'il existe des soupçons crédibles, avoir intérêt à saisir le Procureur de la République et le régulateur pour qu'une enquête soit menée sur le fonds. Relevons qu'une procédure à l'encontre d'un tel actionnaire pour délit d'initié présentera des éléments originaux. On peut estimer que la preuve sera déjà plus difficile à apporter sur le plan pénal et ce pour deux raisons. Tout d'abord, contrairement au manquement administratif<sup>1385</sup>, il faudra démontrer l'élément moral de l'infraction. L'accusation devra prouver que le *hedge fund* avait connaissance du caractère privilégié de l'information et qu'il l'a utilisé en toute connaissance de cause<sup>1386</sup>. Ensuite, concernant la préparation d'une opération, il faudra aussi démontrer que le *hedge fund* détenait une information privilégiée et que ses prises de position ne découlent pas d'une analyse pertinente du marché et notamment des rumeurs y circulant<sup>1387</sup>. Aussi, contrairement au manquement administratif, le juge pénal ne peut recourir à la méthode du faisceau d'indices pour établir le délit d'initié. La commission des sanctions de l'AMF, en l'absence de preuve formelle du fait de la détention d'information privilégiée, peut vérifier si l'opération peut être expliquée d'une autre manière que par un manquement d'initié<sup>1388</sup>. Cette méthode du faisceau d'indices trouve néanmoins

---

<sup>1382</sup> Nessim, Aït-Kacimi, L'avenir s'assombrit pour le fonds SAC Capital de Steve Cohen, Les Echos, 05 juin 2013.

<sup>1383</sup> L'AMF notifie Eliott Management sur un possible manquement d'initié, Les Echos, 5 janvier 2013.

<sup>1384</sup> Nessim Aït-Kacimi, Coup d'arrêt aux délits d'initié depuis l'affaire Galleon, Les Echos, 20 juin 2013.

<sup>1385</sup> Dominique Bompont, Manquement d'initié : non prise en compte de l'élément intentionnel, RD Bancaire et Fin., 2008, n°3, comm.89 : « *Le manquement d'initié serait caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son exploitation, sauf pour la personne mise en cause à prouver que l'opération a été justifiée par un motif impérieux* ».

<sup>1386</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°143 et suivants.

<sup>1387</sup> *Ibid*.

<sup>1388</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°224 et suivants. Décision de la commission des sanctions de l'AMF du 15 septembre 2011, Philippe Didier, Faisceau d'indices insuffisant pour établir la preuve de la connaissance de l'information par l'initié, Rev. Soc., 2012, p.256 : la commission des sanctions indique que « *à défaut de preuve tangible, la détention de l'information privilégiée peut être établie par un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule cette détention peut expliquer les opérations auxquelles la personne mise en cause a procédé ; que l'AMF n'a pas l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée* », sur cette même décision : Jean-Jacques Daigre, Manquement d'initié : les limites de la théorie du faisceau d'indices, Bull. Joly Bourse, 2012, n°5, p.202. Le Conseil d'Etat a validé cette méthode : Conseil d'Etat, 6<sup>ème</sup> et 1<sup>ère</sup> sous-sections réunies, 30 décembre 2010, n°326987, Eric Dezeuze, Chronique infractions financières, RTDF 2011, n°1/2, p.145 ; Voir

des limites, notamment lorsque les gérants d'un fonds peuvent expliquer les interventions sur les titres autrement que par la réalisation d'un manquement d'initié<sup>1389</sup>, ce qui semble compliquer la preuve à l'encontre des gérants d'actifs<sup>1390</sup>. Cette preuve du manquement d'initié pourrait cependant être facilitée suite à la jurisprudence *Spector* de la Cour de Justice de l'Union Européenne<sup>1391</sup>. La CJUE a ainsi posé une présomption d'intention de l'utilisation de l'information privilégiée<sup>1392</sup>. Cette présomption est simple et peut être renversée par la preuve de l'absence de lien de causalité<sup>1393</sup>. Cet important développement, donnant argument

---

aussi : Eric Dezeuze, Preuve du manquement d'initié et recours à la méthode du faisceau d'indices, *Rev. Soc.*, 2010, p.587. Dominique Bompont, Reste-t-il des éléments constitutifs au manquement d'initié, *Bull. Joly Bourse*, 2008, n°6, p.471. Sur la question spécifique du « dîner en ville », voir notamment : Frank Martin-Laprade, Retour du délit de « dîner en ville », *Bull. Joly Bourse*, 2009, n°1, p.10 : « *Le simple fait d'avoir déjeuné avec la personne mise en cause, quelques heures avant les premières interventions de cette dernière sur le titre d'un émetteur, dont la prise de contrôle avait de grandes chances d'aboutir, ne suffit pas à établir qu'un associé gérant d'une société de conseil en fusions-acquisitions aurait transmis l'information privilégiée en cause. Par ailleurs, il n'est pas d'avantage établi que seule la détention de l'information privilégiée puisse expliquer les interventions du mis en cause sur le titre de l'émetteur* ». Enfin, concernant l'utilisation de cette méthode par le Conseil d'Etat, Eric Dezeuze, *Chronique infractions financières*, CE, sous-sections 6 et 1 réunies, 22 mai 2012, n°344589, RTDF n°3, 2012, p.123 : « *A défaut de preuve matérielle à l'encontre d'une personne mentionnée aux articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF, la détention d'une information privilégiée peut être établie par un faisceau d'indices concordants, desquels il résulte que seule la détention d'une information privilégiée peut expliquer les opérations litigieuses auxquelles la personne mise en cause a procédé, sans que la commission des sanctions de l'AMF n'ait l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée ; dès lors, et alors que le caractère nécessairement secret et volontairement dissimulé des opérations fautives ne permet généralement pas de disposer de preuves directes à l'encontre des personnes mentionnées aux articles 622-1 et 622-2 de ce règlement, la commission des sanctions pouvait légalement réunir un faisceau d'indices concordants en vue d'établir, à l'égard de la personne poursuivie, un manquement aux dispositions du règlement général de l'AMF* ».

<sup>1389</sup> CE, 6<sup>ème</sup> et 1<sup>ère</sup> sous section, 24 avril 2012, n°338786 ; Géraldine Roch, A défaut de preuve tangible de la détention d'une information privilégiée, l'impossible preuve par faisceau d'indices de la qualité d'initié des professionnels de la finance, *Bull. Joly Bourse*, 2012, n°7, p.292 : « *Après avoir rappelé la légalité de l'utilisation d'un faisceau d'indices concordants par la commission des sanctions de l'AMF afin d'établir la détention d'une information privilégiée à l'encontre des personnes poursuivies, le Conseil d'Etat annule la décision de sanction à l'encontre de deux gérants de fonds dont les acquisitions de titres litigieuses pouvaient s'expliquer autrement que par la détention d'une information privilégiée. Les indices réunis n'étaient pas suffisamment concordants et dénués d'équivoque et la présomption d'innocence doit bénéficier aux personnes poursuivies* ».

<sup>1390</sup> Charles Arsouze, *Bull. Joly Bourse*, 2007, n°31, p.213 : « (...) *s'agissant de professionnels des marchés financiers, en particulier de gérants, la diversité des informations – brutes ou retraitées – auxquelles ils ont accès et la complexité des stratégies de gestion qu'ils mettent en œuvre rendent probable l'existence d'indices exclusivement concordants. Des poursuites engagées à l'encontre de tels professionnels sur le seul fondement d'un faisceau d'indices ont donc a priori toutes les chances de se solder par une mise hors de cause* ».

<sup>1391</sup> CJUE, C-45/08, *Spector Photo Group NV*, *Chris Van Raemdonck c. Commissie voor het bank, financie en assurantiwezen (CBFA)*, 23 décembre 2009. Pierre-Henri Conac, La Cour de justice facilite la répression des opérations d'initiés en établissant une présomption réfragable d'utilisation induite de l'information privilégiée, *Rev. Soc.*, 2010, p.235 ; Nicolas Rontchevsky, *Infractions financières*, RTDF, 2010, n°1, p.126 ; Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°180 et suivants.

<sup>1392</sup> CJUE, C-45/08, *Spector Photo Group NV*, 23 décembre 2009 : « *la réunion des éléments constitutifs de l'opération d'initié visés à l'article 2.1 de la directive n°2003/6 permet (...) de présumer l'intention de l'auteur de cette opération* ».

<sup>1393</sup> CJUE, C-45/08, *Spector Photo Group NV*, 23 décembre 2009, n°61 et suivants.

à certains pour fusionner délit et manquement<sup>1394</sup>, ne semble concerner que les initiés dit primaires (les dirigeants de la société), mais pourrait aussi concerner d'autres catégories d'initiés, comme les *hedge funds* arbitragistes, selon une partie de la doctrine<sup>1395</sup>. Concernant le champ d'application, nous relèverons aussi qu'un délit et un manquement d'initié peuvent être constitués par des interventions sur des instruments dérivés<sup>1396</sup>. Ce faisant, un actionnaire de court-terme recourant à la vente à découvert pourra ainsi être concerné par cette réglementation.

#### b. Les arbitragistes et la manipulation de cours.

**455. Le délit.** Tout comme le délit d'initié, la manipulation de cours est réprimée par un texte pénal<sup>1397</sup> et une sanction administrative. Le délit se décompose en deux branches. La première sorte de manipulation de cours consiste à effectuer une manœuvre « *entravant le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur* ». On relèvera le caractère large de cette formulation. La jurisprudence est particulièrement stricte en exigeant la preuve de la volonté qu'avait l'auteur de l'acte de nuire au marché<sup>1398</sup>. Il faudra ainsi que les investisseurs agissent sciemment avec la volonté de manipuler les cours des titres. Il apparaît peu probable que des actionnaires arbitragistes puissent agir sciemment pour

---

<sup>1394</sup> Jean-Philippe Pons-Henry, Opérations d'initiés : puisque le manquement se délite, supprimons le délit, Bull. Joly Bourse, 2011, n°3, p.212.

<sup>1395</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°181.

<sup>1396</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°35. Cela a été rappelé par l'AMF dans un communiqué de presse du 6 juillet 2010 : « (...), l'AMF entend rappeler que le manquement à l'obligation d'abstention défini aux articles 622-1 et 622-2 de son Règlement général est caractérisé de manière objective par la communication ou l'utilisation d'une information privilégiée, sans considération de l'intention spéculative ou du profit éventuellement réalisé. A cet égard, il est rappelé aux opérateurs de marché réalisant des opérations de couverture au moyen d'instruments financiers à terme ou d'instruments de nature optionnelle que ces dispositions réglementaires leur sont pleinement applicables, dès lors que le titre sous-jacent à ces opérations est lui-même admis aux négociations sur un marché entrant dans le champ de répression des abus de marché » ; Antoine Gaudemet, Les dérivés, *Economica*, n°245 et suivants.

<sup>1397</sup> Article L.465-2 du Code pénal : « Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L.465-1 le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur. Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L.465-1 le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours ».

<sup>1398</sup> Note Code des sociétés et marchés financiers Dalloz, 2011, sous l'article L.465-2 : « Le délit de manipulation des cours n'est caractérisé que si la manœuvre a été employée, non seulement en connaissance de cause, mais aussi dans le but d'entraver le fonctionnement du marché et d'induire autrui en erreur. Cette volonté spéciale de nuire au marché n'est pas démontrée lorsque les auteurs des opérations incriminées sont intervenus sans se dissimuler et qu'il s'agissait dans leur esprit moins d'en fausser le jeu normal que d'en faire cesser des manifestations jugées, peut être à tort, excessives ou aberrantes ».

manipuler les cours de la société et ainsi se retrouver en infraction par rapport à cette disposition. La seconde consiste à manipuler le nerf de la guerre sur les marchés financiers, c'est-à-dire l'information, en répandant « *des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur (...), de nature à agir sur les cours* ». De la même manière il semble peu probable que des *hedge funds* puissent se retrouver visés par la diffusion d'information fausse ou trompeuse lors d'une offre publique. Le risque n'est cependant pas nul étant donné qu'ils devront<sup>1399</sup> communiquer au marché sur l'état de la société et les critiques qu'ils formuleront à l'encontre des dirigeants. Ils devront, lors de cette communication, veiller à ne pas faire passer des informations fausses ou trompeuses au marché. Le fonds devra donc communiquer au marché mais sur des éléments objectifs et en proposant des solutions de redressement. Une pure campagne de dénigrement fondée uniquement sur une volonté de porter atteinte à la réputation des dirigeants pourrait être sanctionnée au titre de cette infraction. Dans certains cas, si la bataille est trop agressive, les dirigeants pourront utiliser ce moyen de défense pour mettre l'actionnaire de court-terme sur la sellette. On peut cependant estimer que le juge sera réticent à sanctionner un actionnaire à ce titre étant donné qu'il est essentiel que l'ensemble des actionnaires puissent exprimer leurs critiques à l'encontre des dirigeants de la société.

**456. Le manquement.** Le règlement général de l'AMF pose aussi une obligation, pour les personnes intervenant sur le marché, de s'abstenir de manipuler ce dernier<sup>1400</sup>. Ce même règlement général vient ensuite définir ce qu'est une manipulation de cours<sup>1401</sup> et les indices que le régulateur peut prendre en compte pour caractériser une telle manipulation<sup>1402</sup>.

---

<sup>1399</sup> Supra n°93.

<sup>1400</sup> Article 631-1 alinéa premier RGAMF : « Toute personne doit s'abstenir de procéder à des manipulations de cours ».

<sup>1401</sup> Article 631-1 alinéa 2 RGAMF : « *Constitue une manipulation de cours :*

*1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :*

*a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ou ; b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ;*

*2° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice. En particulier, constituent des manipulations de cours :*

*a) Le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables ;*

*b) Le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant lors du fixage, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers du marché ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours concernés. »*

<sup>1402</sup> Article 631-2 RGAMF.

La première forme de manipulation consiste à fausser le fonctionnement du marché en émettant des ordres venant donner des « *informations fausses ou trompeuses* » sur le titre financier considéré ou qui viennent fixer le cours du-dit instrument à « *un niveau anormal ou artificiel* ». L'autre forme consiste pour une ou plusieurs personnes, à effectuer un abus de position dominante et à fausser la fixation du prix sur le marché ou à émettre des ordres visant à fixer un niveau de prix ne correspondant pas à la rencontre de l'offre et de la demande. Ainsi, de manière générale, tout investisseur intervenant sur les marchés financiers doit être dans la capacité de justifier tout ordre auprès du régulateur si celui-ci vient lui demander une telle explication<sup>1403</sup>. La manipulation de cours consiste donc à fixer de manière artificielle le prix d'un instrument financier et ce par divers moyens. On peut se dire que des actionnaires de court-terme pourraient avoir un certain intérêt dans de telles opérations, cependant cet intérêt ne nous semble pas être particulier à ces actionnaires mais propre à l'ensemble des acteurs du marché. Relevons néanmoins que, lors de la constitution de sa position, le fonds devra garder à l'esprit de perturber le moins possible le marché et de se contenter d'acheter des titres pour constituer une position. Des annulations massives d'ordres d'achats ou des achats suivis de ventes immédiates pourraient, à tout le moins, attirer l'attention du régulateur et de la société.

## **2. Une efficacité à démontrer.**

**457.** L'utilisation des délits et manquements boursiers, principalement des opérations d'initiés, présente cependant certaines limites (a) quant à son efficacité ; cependant la stratégie peut se révéler payante en mettant en cause la réputation du fonds (b), ce qui est l'un de leurs principaux arguments de vente vis-à-vis des investisseurs.

### **a. Les limites.**

**458. Le temps de la procédure.** La première limite à l'utilisation des infractions pénales et des manquements administratifs, principalement ceux concernant les opérations d'initiés, comme moyens de défense à l'encontre des actionnaires de court-terme tient dans le

---

<sup>1403</sup> Article 631-4 RGAMF.

temps des procédures. Il paraît illusoire, pour la société cible, d'obtenir une condamnation du gérant avant la fin de la période d'offre. Ces procédures nécessitent en effet une enquête préalable consistant dans l'analyse des données et la collecte de preuves de l'opération<sup>1404</sup>, procédures qui prendront du temps. La société ne pourra donc que capitaliser sur l'effet de l'annonce de l'ouverture d'une enquête mais difficilement sur la condamnation du fonds. Ce problème est accentué par le fait que, dans le cadre d'une opération d'initié, il apparaît peu probable que la société ou le régulateur ait l'information à temps pour que l'ouverture de l'enquête intervienne lors de la campagne activiste. Ce problème temporel sera à notre sens l'un des obstacles majeur à l'emploi des accusations d'utilisation indûe d'une information privilégiée comme moyen de défense par une société. Il s'agit principalement d'infractions ou de manquements ayant vocation à être sanctionnés et réprimés par le juge pénal et le régulateur après une enquête minutieuse ce qui neutralise par là-même toute utilisation stratégique par la société et ses dirigeants.

**459. La territorialité.** Le second problème concernera la territorialité de ces infractions. Un espoir réside dans la dernière directive européenne régulant les *hedge funds* visant le gérant<sup>1405</sup>, généralement domicilié en Europe, et non la personne morale, plus facilement domiciliée dans des juridictions plus exotiques à tous les sens du terme. Le gérant sera cependant généralement domicilié dans un pays autre que la France. Il existe certes des accords de coopération entre les autorités judiciaires et administratives des différents pays, il faut cependant que l'infraction s'applique à un initié étranger intervenant sur les titres hors du territoire de la République. Pour le délit d'initié, se pose la question de la territorialité de la loi pénale française<sup>1406</sup>. Cette question ne pose cependant pas de problème majeur étant donné que les opérations auront lieu sur un titre échangé sur un marché réglementé français. Dès lors, la loi française sera applicable<sup>1407</sup>. En ce qui concerne le manquement d'initié, son champ d'application couvre les opérations effectuées sur les titres d'une société cotée sur un marché réglementé ou organisé français, peu importe que l'investisseur soit étranger et ait agi en dehors du territoire de la République Française<sup>1408</sup>. Même si les gérants peuvent être dans le champ d'application de l'infraction et du manquement, encore faudra-t-il que l'éventuelle

---

<sup>1404</sup> Didier Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, *Ibid*, n°506 et suivants.

<sup>1405</sup> *Supra* n°17.

<sup>1406</sup> Article 113-2 CP : « *La loi pénale française s'applique aux infractions commises sur le territoire de la République* ».

<sup>1407</sup> Relevons qu'en sens inverse (i.e. un délit d'initié commis sur une société américaine depuis la France) il avait été jugé que la loi française était applicable car l'un des éléments constitutif de l'infraction, c'est-à-dire la communication de l'information privilégiée, était constituée sur le territoire français et la passation des ordres de bourse avait été effectuée sur le territoire français.

<sup>1408</sup> Article 611-1 RGAMF.

sanction puisse être exécutée contre lui. Cela pourra alors être extrêmement compliqué s'il se situe dans une juridiction non européenne et peu coopérative. La question de la territorialité posera donc plus un problème concernant l'exécution de la sanction étant donné que le rattachement territorial de l'infraction se fait par rapport au lieu de cotation des titres, ceux-ci étant admis aux négociations sur le territoire français. Il apparaîtra donc compliqué, en pratique, de poursuivre l'auteur d'un manquement ou d'un délit d'initié si ce dernier est domicilié à l'étranger, ceci dépendant du degré de coopération de ce pays. En plus de la question de la durée des poursuites, cet élément viendra fortement compliquer une éventuelle action sur ce fondement.

#### b. Les risques pesant sur les arbitragistes.

**460. Le risque de réputation.** Même si il est peu probable qu'un actionnaire arbitragiste, et particulièrement un *hedge fund*, puisse être condamné avant la fin de la bataille activiste pour des questions de temps, un risque de réputation existera bel et bien. En effet, s'il vient à être accusé d'avoir utilisé une information privilégiée pour lancer leur campagne activiste, cela pourra gravement nuire à son image auprès des autres acteurs. L'accusation pourra donc avoir pour effet de discréditer le fonds auprès du marché et gravement l'impacter à plus long terme. Il ne s'agit cependant pas de lancer systématiquement une telle accusation dans le but d'affaiblir un actionnaire arbitragiste qui, dans la très grande majorité des cas, aura simplement procédé à une analyse correcte et pertinente de la situation financière de la société. De même, si une telle accusation venait à être lancée, la société devra veiller à rester pleinement dans son rôle et à se contenter de signaler un comportement suspect à l'autorité judiciaire et au régulateur et à ne pas communiquer au marché sur l'existence d'une opération d'initié non établie.

**461. Les peines.** L'autre risque, si l'utilisation illicite d'une opération d'initié venait à être établie, tient dans les sanctions qui y sont attachées. La peine maximale<sup>1409</sup> prévue pour un délit d'initié commis par un tiers à la société est d'un an d'emprisonnement et d'une amende, dont le montant maximum est de 150.000€ mais qui peut monter jusqu'à dix fois le profit réalisé et cette amende ne pourra, en tout état de cause, être inférieure à ce profit. En ce qui concerne la manipulation de cours, les peines prévues sont les mêmes que pour le délit

---

<sup>1409</sup> Article L.465-1 c. Mon. Fin.

d'initié<sup>1410</sup>. La peine de prison est cependant peu prononcée car peu appropriée à une telle opération. Les peines d'amendes sont en revanche pleinement dissuasives et pourraient, le cas échéant, purement et simplement conduire un fonds à la faillite. En ce qui concerne le manquement d'initié les sanctions seront également extrêmement dissuasives. Le Code Monétaire et Financier prévoit en effet<sup>1411</sup> que la peine d'amende prononcée ne peut être supérieure à 100 millions d'euros ou le double du profit réalisé lors de l'opération<sup>1412</sup>. Le régulateur tend d'ailleurs à faire preuve d'une sévérité accrue<sup>1413</sup>, la sanction pouvant être d'autant plus rude si elle est portée à la connaissance du public.

**462. Conclusion du Chapitre.** Les défenses découlant de la législation apparaissent bien faibles pour canaliser ou tenter de neutraliser les actionnaires arbitragistes lors des offres publiques. En premier lieu, les règles de transparence et de franchissements de seuils ne semblent pas de nature à empêcher un actionnaire arbitragiste de mener à bien sa stratégie. Même s'il semble que la législation soit enfin adaptée et semble limiter les contournements de ces dernières années, elle n'est pas pour autant très efficace contre les arbitragistes. Elle permettra à la société et aux marchés de savoir si des arbitragistes sont présents au capital de la société. Cela ne les empêchera pas de monter au capital de la société. Encore faut-il aussi que les arbitragistes effectuent cette déclaration alors que les sanctions apparaissent peu dissuasives. L'action de concert et l'offre publique obligatoire apparaissent aussi insuffisantes à contenir le phénomène. L'offre publique obligatoire constitue une limite absolue aux prises de position, cependant les arbitragistes n'auront généralement pas besoin de constituer une participation dépassant les 30%. L'action de concert apparaît aussi peu efficace car il apparaîtra compliqué de prouver que des arbitragistes, même s'ils partagent une stratégie commune, agissent de concert. La législation met aussi à disposition des sociétés des moyens de défense statutaires. Ceux reprenant les moyens législatifs, comme les franchissements de seuils statutaires, rencontrent les mêmes limites. La société peut cependant chercher à fidéliser au maximum ses actionnaires pour avoir des appuis en cas d'assemblée générale réunie en cours d'offre. Cela implique un effort de long-terme. Enfin, les règles concernant les abus de marché pourront se révéler utiles. Elles cherchent plus à protéger l'intégrité des

---

<sup>1410</sup> Article L.465-2 C. Mon. Fin.

<sup>1411</sup> Article L.621-15, III, C. Mon. Fin. : « Pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteurs des faits mentionnés aux c et d du II, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes sont versées au Trésor public. Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements ».

<sup>1412</sup> On peut aussi se reporter à une très bonne synthèse publiée par l'AMF : [http://www.amf-france.org/documents/general/9650\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9650_1.pdf), lien consulté le 18 novembre 2012.

<sup>1413</sup> L'AMF fait preuve d'une plus grande sévérité, Les Echos, 04 octobre 2012.

marchés que la société cible mais une utilisation stratégique pourra conduire à écarter un actionnaire arbitragiste, surtout que les fonds spéculatifs peuvent être tentés de franchir la ligne jaune pour améliorer leurs résultats. Une telle action heurtera cependant des questions de délais de procédure. In fine, on voit que l'ensemble des dispositifs mis en place par la législation ne sont pas de nature à permettre aux sociétés de se protéger contre l'irruption à leur capital d'actionnaires pratiquant l'arbitrage financier en période d'offre publique.

## **Chapitre 2. Les limites de la protection par le contrôle de l'actionnariat.**

**463.** L'arbitrage financier peut représenter une menace pour les sociétés dont les titres sont visés par une offre publique d'achat. La législation actuelle cherche à protéger le marché et les actionnaires minoritaires mais n'offre aucun moyen de défense spécifique contre les comportements de court-terme venant influencer de manière déterminante les offres publiques. Il n'est pas certain que les sociétés cotées disposent, à l'heure actuelle, d'outils adaptés pour répondre à une telle menace. On peut cependant estimer qu'elles ont entre leurs mains certains outils pouvant permettre de limiter les risques de voir le contrôle changer suite à une action massive d'actionnaires arbitragistes au sein de leur capital. Elles peuvent notamment utiliser avec un double dessein les mesures de défense anti-OPA. Ce panel de mesures de défense permet tout d'abord de dissuader le lancement d'une offre hostile sur la société et donc d'éviter que les actionnaires arbitragistes ne fassent basculer le contrôle à cette occasion. Les mesures de défense anti-OPA peuvent être l'objet d'une double utilisation. Ces mesures peuvent être utilisées tant pour dissuader l'initiateur d'une offre potentielle que pour chercher à dissuader les fonds arbitragistes de rentrer au capital de la société. Même s'il existe un très grand panel de mesures de défense anti-OPA, seules certaines sont en mesure d'être réellement efficaces. On peut considérer que les entreprises ont à leur disposition un arsenal impressionnant lorsqu'il s'agit de dissuader un potentiel initiateur de venir lancer une offre<sup>1414</sup>. Il s'agit des mesures préventives et portant sur le contrôle du capital de la société (§1). L'utilisation du contrôle du capital de la société peut se révéler particulièrement efficace. Les sociétés ont les moyens de constituer un actionnariat stable, soit avec la prise de participation de salariés au capital de la société, soit avec la création d'un noyau dur d'actionnaires historiques ou encore le recours à l'ingénierie sociétaire. Cette sanctuarisation d'une partie du capital peut s'avérer être un moyen particulièrement efficace pour contrer certains comportements de court-terme (§2).

---

<sup>1414</sup> Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse Paris I, 1999. N°432 et suivants ; Didier Martin, Les mesures de défense anti-OPA in Les offres publiques d'acquisition, Litec 360°, Lexis Nexis.

## **§1. La double utilisation des mesures de défense anti-OPA.**

**464.** Les mesures anti-OPA sont généralement envisagées comme étant les mesures pouvant être adoptées par une société pour se protéger contre une offre hostile lancée par un tiers. Elles sont adoptées par des sociétés craignant d’être victimes d’une offre et qui souhaitent s’assurer que, si offre il doit y avoir, l’initiateur cherchera une solution négociée avec les dirigeants, notamment pour préserver la stratégie de la société. Cependant, on peut parfaitement envisager que les mesures de défense anti-OPA soient utilisées pour dissuader des actionnaires arbitragistes en recourant à un effet ricochet : neutraliser toute possibilité d’offre reviendrait à neutraliser tout risque de voir le contrôle changer sur un simple arbitrage financier. Cette stratégie préventive est principalement axée autour d’une stratégie visant à maximiser la valorisation financière de la société (A). L’idée générale est donc de diminuer le risque, pour la société, d’être la cible d’une offre. A cette fin, les mesures ne portant pas sur le contrôle du capital se révèlent peu efficaces. Elles ne permettent pas de venir s’assurer qu’une offre ne soit pas lancée sur la société si cette dernière est correctement valorisée. L’expérience démontre clairement qu’il est difficile de rejeter une offre hostile correctement valorisée même si l’indépendance de la société apparaît un meilleur modèle de développement à long-terme<sup>1415</sup>. Cela vient consacrer la nécessité d’adopter des mesures portant sur le contrôle du capital, qui soient donc de nature préventive (B).

### **A. L’utilisation des mesures de défense anti-OPA pour se protéger des actionnaires de court-terme.**

**465.** Les mesures de défense anti-OPA peuvent avoir un double effet en empêchant une personne de lancer une offre et en dissuadant aussi des actionnaires arbitragistes de prendre la société pour cible (1), la valorisation, mesure de défense la plus efficace, illustre ce double rôle (2).

---

<sup>1415</sup> The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012. 3.5 : *“Sir Roger Carr, décrivant son expérience de président du conseil d’administration de Cadbury pendant l’offre de Kraft, nous déclara que le conseil d’administration ne pensait pas qu’il soit possible de rejeter une offre importante qui reflétait la pleine valeur de la société même si ils considéraient que le succès à long-terme de la société puisse être atteint s’ils restaient indépendants”*.

## 1. La possible utilisation de certaines mesures de défense anti-OPA pour contrer les actionnaires de court-terme.

**466.** Les mesures de défense anti-OPA classiques peuvent se prêter à une double utilisation (a) même si leur mise en place n'est pas chose acquise à l'avance pour certaines d'entre elles du fait du rôle joué par les *proxys advisers*. Ces mêmes *proxys advisers* rendant très délicate l'adoption de toute mesure en cours d'offre (b).

### a. La double utilisation de ces mesures.

**467. Une utilisation initiale pour contrer les OPA hostiles.** La première utilité des mesures de défense anti-OPA est de chercher à protéger la société contre une offre hostile<sup>1416</sup>. De prime abord, l'objectif des mesures de défense anti-OPA peut sembler être de garantir l'indépendance de la société. Le cas de l'offre échouant du fait de l'utilisation d'une mesure de défense est extrêmement rare, surtout depuis l'entrée en vigueur de la loi de transposition de la directive européenne<sup>1417</sup>. Cet objectif initial a cependant évolué avec le temps. A l'heure actuelle, l'utilisation de telle mesure ne semble plus être faite pour garantir l'indépendance de la société mais plus pour s'assurer d'une valorisation maximale en cas d'offre publique. La stratégie de défense d'Arcelor a ainsi permis d'augmenter considérablement le prix de l'offre mais n'a pas empêché l'entreprise sidérurgique de passer sous pavillon Indien<sup>1418</sup>. On se retrouve donc généralement avec une utilisation de mesures de défense visant à pousser l'initiateur de l'offre à engager des discussions avec les dirigeants de la société cible pour finir sur une offre agréée par le conseil d'administration de la société.

**468.** On peut effectuer une distinction entre les différentes mesures anti-OPA<sup>1419</sup>. Certaines seront mises en place avant l'introduction en bourse de la société ou après cette dernière, en tous cas avant toute offre. Elles auront pour finalité de dissuader le lancement d'une offre sur la société en venant renchérir le coût à l'avance ou en augmentant le risque

---

<sup>1416</sup> Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse Paris I, 1999. N°432 et suivants

<sup>1417</sup> Voir sur cette réforme: Hervé Le Nabasque, les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, Rev. Soc., 2006, p.237, 14-1.

<sup>1418</sup> Les [echos.fr](http://www.echos.fr), lien consulté le 13/08/2012. <http://archives.lesechos.fr/archives/2006/lesechos.fr/08/16/200080841.htm>.

<sup>1419</sup> Alain Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, 4<sup>ème</sup> édition, Edition Francis Lefebvre et Didier Martin, Les mesures de défense anti-OPA in Les offres publiques d'acquisition, Litec 360°, Lexis Nexis.

d'échec de l'offre. D'autres mesures auront vocation à être utilisées au cours de la période d'offre. Leur but sera alors de faire échec à l'offre initiée en neutralisant cette dernière ou en favorisant l'apparition d'une offre concurrente.

**469. Un outil de dissuasion pour les actionnaires arbitragistes.** La question du présent chapitre est de se demander si, en plus de leur rôle traditionnel, les mesures de défense anti-OPA ne peuvent pas aussi jouer un rôle de protection des sociétés contre l'intervention d'actionnaires arbitragistes. L'idée sous-jacente se décompose. Tout d'abord, si les mesures de défense anti-OPA en place, ou pouvant être mises en place de manière crédible en cas d'offre hostile, sont de nature à dissuader le lancement d'une offre elles seront aussi de nature à dissuader un fonds arbitragiste. Un actionnaire arbitragiste sera réticent à prendre position au capital d'une société s'il est improbable qu'une offre puisse être lancée contre elle. Il serait privé de sa porte de sortie et ainsi même de la possibilité de réaliser une plus-value sur l'écart de cours. Ensuite, certaines mesures de défense anti-OPA sont pensées pour empêcher les prises de contrôle rampantes ou s'assurer que les actionnaires majoritaires dans la société restent maîtres du destin de cette dernière. Les mesures visant la transparence empêcheront, en théorie, les arbitragistes de monter au capital dans l'ombre et de bénéficier d'un quelconque effet de surprise. Surtout, les mesures de contrôle du capital viendront empêcher ces actionnaires de passer des résolutions en assemblée générale. Si une partie significative du capital est sanctuarisée, ces fonds pourront difficilement imposer leurs vues à la société s'ils le souhaitent (on peut notamment penser à la situation dans laquelle ils s'opposent à la mise en œuvre de défense anti-OPA).

**470.** Cette double utilisation des mesures de défense anti-OPA apparaît néanmoins pleinement logique. La plupart des mesures de défense anti-OPA sont pensées pour empêcher l'initiateur de l'offre, ou le potentiel initiateur, d'acquérir le contrôle de la société ou à commencer à le faire par une prise de contrôle rampante<sup>1420</sup>. Il est naturel que ces mêmes mesures puissent être utilisées contre d'autres acteurs dont la fin est différente mais les moyens restent les mêmes. Il nous faut vérifier qu'un tel double emploi soit possible. Pour cela il faut d'abord jauger l'efficacité et les limites des défenses anti-OPA traditionnelles, puis, si elles sont efficaces, regarder si cette efficacité serait équivalente pour neutraliser un comportement d'arbitrage financier.

---

<sup>1420</sup> Jean Jacques Daigre et Dominique Bompont, La prise de contrôle rampante, Actes prat., Mai/juin 2000.

## b. Une stratégie uniquement préventive.

**471. L'impossibilité pratique de faire adopter des mesures de défense en Assemblée Générale.** L'utilisation des mesures de défense anti-OPA pour contrer un actionnaire arbitragiste ne nous semble pleinement envisageable que si les dirigeants ne doivent pas recueillir l'autorisation de l'assemblée générale, dès lors cette stratégie semble neutralisée une fois l'offre annoncée<sup>1421</sup>. Le rôle et l'importance des *proxy-advisers* semble tellement incontournable à l'heure actuelle qu'une telle proposition de résolution aurait, en pratique, quasiment aucune chance d'être adoptée<sup>1422</sup>. On peut ainsi se référer à la politique de vote de Proxinvest en assemblée générale : « *L'AFG n'est pas favorable, et ce dans l'intérêt des minoritaires, à l'existence de dispositifs de défense anti-OPA* »<sup>1423</sup>. Il en va de même pour ISS qui recommande de « *Voter, de manière générale, contre toute proposition de mesure de défense anti-OPA, à moins qu'elle soit structurée de façon à donner aux actionnaires le dernier mot sur la décision ou l'offre finale* »<sup>1424</sup>.

**472.** Ce constat implique une conséquence stratégique importante pour les sociétés cotées, les dirigeants ne pourront généralement pas compter sur l'assemblée générale pour adopter une mesure de défense, et ce à n'importe quel moment de la vie de l'entreprise. Il leur faut donc envisager de mettre en place des mécanismes qui ne peuvent être que préventifs, c'est-à-dire avant le début de la période de pré-offre<sup>1425</sup>. Il pourra principalement s'agir de maximiser la valorisation de la société ou de placer des clauses de changement de contrôle dans les contrats. Il s'agira aussi de jouer sur le contrôle de l'actionnariat, chose à laquelle les *proxy-advisers* ne peuvent s'opposer.

**473. L'exemple des bons Breton**<sup>1426</sup>. L'historique de ces bons d'offre remonte à 2004 lors de l'OPA hostile lancée par Sanofi-Synthélabo sur Aventis<sup>1427</sup>. Après avoir constaté que

---

<sup>1421</sup> Les dirigeants devant alors obtenir l'approbation des actionnaires avant de mettre en œuvre de telles mesures Article L.233-32 C. com.

<sup>1422</sup> Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An empirical Analysis, Thomas W. Briggs, Bepress Legal Series, Working Paper 1589.

<sup>1423</sup> <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/page/voting%20principles.html>, lien consulté le 25 août 2012.

<sup>1424</sup> ISS, 2012 European Proxy Voting Summary Guidelines, 19 Décembre 2011, Antitakeover Mechanism: <http://www.issgovernance.com/files/2012ISSEuropeanSummaryGuidelineswithFRBurnRateTable.pdf>. Lien consulté le 25 août 2012.

<sup>1425</sup> Article 231-8 RGAMF.

<sup>1426</sup> Voir notamment : D. Ohl, Les « bons d'offres » : la fin des OPA hostiles : Bull. Joly. Bourse, 2006, p.527, n°135 ; H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006 : Rev. Soc., 2006, p.37 ; A. Couret, Les bons d'offre : D. 2006, p.1372.

<sup>1427</sup> Pierre-Henri Conac, Les bons de souscription d'actions « Plavix » et les principes généraux des offres publiques, Rev. Soc., 2005, p.321.

le Plavix, blockbuster de Sanofi, était menacé de perdre son brevet aux Etats-Unis, les dirigeants d'Aventis avaient estimé qu'il était de leur devoir de protéger leurs actionnaires de la possible perte de valeur du titre de la nouvelle entité. Ils ont alors cherché à émettre des bons de souscription d'actions pour leurs actionnaires, calculés pour compenser la perte de valeur estimée et qui n'auraient été exerçables qu'en cas de réussite de l'offre de Sanofi et en cas de commercialisation de génériques du Plavix aux Etats-Unis avant une certaine date. L'exercice de ces bons aurait conduit Sanofi à se trouver dilué au capital de la cible. L'AMF, après avoir réuni son collègue, s'y opposa<sup>1428</sup>. Le Ministre des Finances d'alors, Monsieur Thierry Breton, a saisi l'opportunité de la transposition de la directive OPA pour introduire ce nouveau régime en lui donnant un statut légal<sup>1429</sup>. Ce dispositif avait été immédiatement adopté par les principales entreprises françaises<sup>1430</sup>. Sa mise en œuvre est de la compétence d'une assemblée générale extraordinaire qui statuera dans les conditions d'une assemblée générale ordinaire<sup>1431</sup>. Le législateur respecte ainsi l'obligation européenne de faire approuver la mesure par les actionnaires. On notera également qu'en cas d'offre publique, l'assemblée sera convoquée dans des délais plus courts que les délais normaux. Surtout, l'assemblée générale des actionnaires pourra déléguer ce pouvoir de mise en œuvre, soit au conseil d'administration, soit au directoire de la société. Elle pourra le faire en dehors de tout contexte d'offre pour une durée de 18 mois. La société ne pourra alors l'utiliser que si l'initiateur n'est pas « vertueux » et qu'il y a ainsi lieu à faire jouer la clause de réciprocité étant donné que, normalement, toutes les délégations concernant des mesures de défense devront être reconfirmées par l'assemblée réunie en cours d'offre<sup>1432</sup>. Le législateur n'a mis aucune limite quant au moment de l'émission de ces bons d'offre si ce n'est que la société doit porter à la connaissance du marché sa volonté d'émettre ces bons avant la clôture de l'offre<sup>1433</sup>. La société pourra donc les émettre à n'importe quel moment. Concernant la durée de vie de ces bons, le législateur a seulement précisé qu'ils deviennent caduques en cas d'échec de l'offre, d'une offre concurrente ou s'ils sont retirés. L'ensemble de ce dispositif aura ainsi pour effet de maximiser l'effet dissuasif de ces bons d'offre en faisant planer sur l'initiateur de l'offre

---

<sup>1428</sup> Revue AMF n°3, mai 2004, p.99 et Communiqué du 23 avril 2004. « *Le projet d'émission des BSA tel qu'il est prévu par le projet de résolution envisagé par le directoire et le conseil de surveillance de la société Aventis dont elle a connaissance ne s'inscrit pas dans le cadre des principes qui régissent les offres publiques et dont elle a la charge de faire assurer le respect* ». Ces BSA auraient constitué « *un moyen détourné de relèvement unilatéral du prix offert par l'initiateur* »

<sup>1429</sup> Article 233-32 II C. com.

<sup>1430</sup> Les bons de souscription d'actions, une arme anti-OPA déjà très populaire, l'Agefi, 21 avril 2006, p.14.

<sup>1431</sup> Le texte renvoyant aux conditions de l'Article L.225-98 C. com.

<sup>1432</sup> Article L233-33 C. com.

<sup>1433</sup> Article L.233-32 II alinéa 3 C. com.

une réelle menace de dilution s'il prenait le contrôle de la société. Le but principal étant de pousser l'initiateur de l'offre à la table des négociations<sup>1434</sup>.

474. Ce dispositif est l'exemple parfait du poids des *proxy-advisers*. En théorie, il est l'outil de défense anti-OPA par excellence. En pratique, il n'est en place que dans 20% des sociétés du CAC 40<sup>1435</sup> étant donné que les sociétés concernées ont préféré ne pas demander l'autorisation à leurs assemblées générales aux vues de l'opposition généralisée des agences de conseil en vote à ce type de mesures. Cela vient démontrer la difficulté qu'ont les sociétés à mettre en œuvre ces mesures de défense nécessitant une approbation en assemblée générale. Rien ne semble pouvoir inverser cette tendance à court-terme<sup>1436</sup>.

## **2. La défense par la valorisation.**

475. La défense par la valorisation consiste à augmenter la valeur de la société pour renchérir le coût d'une offre, elle passe par la maximisation de cette valeur (a) et peut servir comme stratégie pour dissuader des fonds activistes (b).

### **a. La maximisation de la valorisation de la société.**

476. **La recherche de la valorisation maximale et les mesures pour valoriser la société.** Cette stratégie de défense anti-OPA est purement financière. La meilleure défense contre une offre hostile reste le prix que l'initiateur de l'offre devra payer pour prendre le contrôle de la société. La question de la valorisation est fondamentale, certaines offres échouant même uniquement sur cette question. En 2010, le fond CVC et l'entreprise ACS ont renoncé à leur projet d'OPA sur Albertis aux vues des difficultés rencontrées pour monter un financement adéquat<sup>1437</sup>. Une société qui veut conserver son indépendance est avant tout une société qui veillera à ce que sa valorisation boursière reste la plus élevée possible dans le but

---

<sup>1434</sup> Christophe Clerc, Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA, RTDF, 2006, n°1, p.27.

<sup>1435</sup> Air Liquide, Bouygues, Essilor, Pernod-Ricard, Peugeot, Saint-Gobain, Vallourec, Veolia Environnement. Hubert Segain et Frédéric Grillier, Herbert Smith LLP, Panorama 2010 des défenses anti-offres publiques au sein des sociétés du CAC 40, décembre 2010.

<sup>1436</sup> La réglementation qui se met en place autour des proxy-advisers ne concerne évidemment pas le contenu de leurs conseils. Recommandation AMF n°2011-06 sur les agences de conseil en vote.

<sup>1437</sup> Cela s'était soldé par la vente de la participation de ACS à CVC. <http://archives.lesechos.fr/archives/2010/LesEchos/20739-105-ECH.htm>. Lien consulté le 30/07/2012.

de renchérir au maximum le coût de l'opération. Pour cela elle soignera particulièrement ses actionnaires et cherchera ainsi à les fidéliser<sup>1438</sup>. Il en va de même pour une société souhaitant éviter l'intervention d'actionnaires arbitragistes, son meilleur moyen de défense sera la création de valeur actionnariale<sup>1439</sup>. Il est difficile de reprocher à des dirigeants de chercher à valoriser au maximum la société alors qu'il s'agit de l'objectif recherché par les actionnaires. La mise en place d'une telle stratégie de défense implique, au niveau industriel, des choix stratégiques pouvant venir en contradiction avec le développement d'une stratégie de long terme. Un exemple est celui de la Société générale. Depuis l'arrivée de Daniel Bouton en novembre 1997 la stratégie de la banque a été de marteler sa volonté d'indépendance et de maximiser sa valorisation boursière. Elle a, par exemple, choisi de privilégier le développement des métiers de sa banque de financement et d'investissement, secteurs plus rentables que la banque de détail. Avant la crise financière, la banque avait ainsi acquis une réputation d'excellence dans ce domaine et cela se faisait sentir sur son cours de bourse. Cette stratégie lui permit de conserver son indépendance pendant une période favorable à la concentration du secteur, mais certains lui attribuent aussi les déboires de la société générale en 2007<sup>1440</sup>, immédiatement suivies de menaces d'OPA<sup>1441</sup>. De plus, le marché vient généralement aider la direction dans sa stratégie. En effet, les sociétés qui sont placées dans la catégorie « opéables » se voient généralement conférer une prime par le marché sur ce qui serait leur cours de bourse réel. Cette stratégie est cependant bien souvent conditionnée à des éléments extérieurs à la société comme l'état du marché du crédit. L'heure semble donc être à la création de consortium. Pour décupler sa puissance de feu financière, un industriel initialement intéressé par l'opération peut s'allier à un autre industriel ou un fonds de *private equity* dans le but de s'emparer de la société puis de se partager les actifs en fonction des intérêts de chacun. On peut ainsi penser au rachat d'ABN Amro par Fortis, RBS et Santander<sup>1442</sup>.

---

<sup>1438</sup> Gilles Sengès, OPA: l'art de « bétonner une défense », Les Echos, 29 mars 2007.

<sup>1439</sup> Dominique Seux, Vrais et faux murs anti-OPA, Les Echos, 2 mars 2006.

<sup>1440</sup> La société générale ou la chute d'une icône, <http://entrepreneur.lesechos.fr/l-atlas-du-management/atlas-du-management/les-strategies-innovantes-des-entreprises/la-societe-generale-ou-la-chute-d-une-icone-113579.php>. Lien consulté le 30/07/2012. Voir aussi: I. Chaperon, "Société Générale: chef d'œuvre en péril", Les Echos, 31 janvier 2008.

<sup>1441</sup> Marianne Blimann, Société Générale: BNP "Réfléchit" à une offre d'achat, Les Echos, le 31 janvier 2008 <http://archives.lesechos.fr/archives/2008/lesechos.fr/01/31/300238320.htm>. Lien consulté le 30 juillet 2012.

<sup>1442</sup> Peter Thal Larsen, RBS consortium takes control of ABN, Financial Times, 11 Octobre 2007.

**477. Mesures juridiques permettant de valoriser le plus efficacement possible la société**<sup>1443</sup>. Une première mesure pourra être d'octroyer un fort dividende aux actionnaires. Cela répondra à deux objectifs : les fidéliser à la société et ainsi chercher à éviter qu'ils ne tournent casaque le moment venu en leur prouvant que jusque-là ils ont été correctement rémunérés ; accroître l'attrait de la société pour les marchés et faire monter sa valorisation étant donné que le titre offrira un meilleur rendement et sera ainsi plus recherché. En complément à cette stratégie financière, la société peut en profiter pour accroître le nombre de ses actions en circulation en payant le dividende en actions. Cela est expressément autorisé par le législateur<sup>1444</sup>. Un autre moyen peut être envisagé pour augmenter la surface des actions à acheter par l'émetteur de l'offre. Il s'agit d'effectuer une émission de titres convertibles en capital<sup>1445</sup> entre des mains amies (comme un *pool* bancaire ou un holding familial), ce dernier ne les convertissant en capital qu'en cas de lancement d'offre hostile. Il faudra cependant trouver un investisseur qui sera à la fois compréhensif (au point d'immobiliser des liquidités pour fournir cette parade à la société) et qui ait les moyens de cette ambition<sup>1446</sup>.

**478.** Une autre stratégie peut être d'augmenter la valorisation de la société en réduisant le capital. La société peut acquérir ses propres titres dans la limite de 10% du capital<sup>1447</sup> en suivant une certaine procédure<sup>1448</sup>. Ces actions étant alors dépourvues de dividendes et de droits de vote<sup>1449</sup>. Elle pourrait revendre les actions ainsi acquises à un « ami » ce qui reviendrait à sécuriser une partie du capital tout en ayant renchéri l'opération. Une telle opération pourrait cependant être analysée sous l'angle du manquement d'initié ou de la manipulation de cours. La société pourrait avoir du mal à justifier le fait qu'elle a racheté ces titres pour, par la suite, les revendre alors que le tiers impliqué aurait parfaitement pu les acheter lui-même. Une alternative vise à annuler les titres suite à leur acquisition par la société, cela étant autorisé par le législateur<sup>1450</sup> dans les conditions similaires à l'opération précédente. Ainsi, la société procédera à une offre publique de rachat<sup>1451</sup> dans la limite de

---

<sup>1443</sup> C'est ce que le Professeur Alain Pietrancosta appelle « *la voie incitative* », Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse Paris I, 1999, n°669 et suivants.

<sup>1444</sup> Article L.232-18 C. com.

<sup>1445</sup> Article L.228-91 et suivants C. com.

<sup>1446</sup> Pour une société cotée au Compartiment A de NYSE Euronext une telle émission serait au bas mot de plus d'un milliard d'euros pour qu'elle ait un impact significatif sur la somme à déboursier par l'émetteur de l'offre.

<sup>1447</sup> Article L.225-206 C. com.

<sup>1448</sup> Article L.225-209 C. com. ; Règlement européen n°2273/2003 du 22 décembre 2003 pris en application de la Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 Autorité des Marchés Financiers, Position de l'AMF relative à la mise en œuvre du régime de rachat d'actions, 19 novembre 2009.

<sup>1449</sup> Articles L.225-111 et L.225-201 C. com.

<sup>1450</sup> Article L.225-207 C. com.

<sup>1451</sup> Article 233-1 RGAMF.

10% de son capital par période de 24 mois et annulera ensuite les titres rachetés. La limite majeure est que si l'agresseur a déjà pris place dans la société cette annulation conduira à une augmentation de sa participation.

**479. La croissance externe et l'extension du périmètre des titres à acheter.** La croissance externe peut être un moyen efficace de défense contre une OPA. Le rachat changera nécessairement la physionomie économique de la société et va venir renchérir le coût de l'offre. L'acquisition d'une société tierce permettra à la cible d'atteindre une taille dite critique. Un premier exemple peut être trouvé dans l'OPE de Saint Louis Bouchon sur Lesieur<sup>1452</sup>, opération ayant permis au premier d'acquérir la taille critique et d'éviter de devenir la cible. Une opération plus récente est l'acquisition du Britannique BPB par Saint-Gobain<sup>1453</sup> en 2005 qui avait conduit des fonds d'investissement à renoncer à toute opération sur la société<sup>1454</sup>. Outre la valorisation, une opération de croissance externe présente d'autres avantages. Cela pourra ainsi permettre à la société de se retrouver soumise à une autorisation administrative de contrôle des concentrations. Cette acquisition pourra aussi donner un autre visage stratégique à la société. Une autre conséquence sera de réduire fortement la trésorerie de la société. Cette incidence aura un impact limité si le tiers intéressé est un industriel ; cependant s'il s'agit d'un fond de LBO cela présentera un caractère dissuasif. En effet, dans ce cas, ce dernier ne pourra plus effectuer de *debt pushdown*<sup>1455</sup> avec la cible en se servant de sa trésorerie, ce qui remettra complètement en cause le montage financier de l'opération.

**480.** La société qui se sent menacée peut aussi recourir à une augmentation de capital que nous qualifierons de défensive<sup>1456</sup>. Cela va nécessairement augmenter le nombre d'actions à acquérir pour prendre le contrôle de la totalité du capital de la société, renchérissant par là-même le coût de l'opération pour l'initiateur. Ensuite, cette opération ne coûte pas à la société mais au contraire vient augmenter ses capitaux propres. Cela peut cependant s'avérer inadapté dans certains cas ; ainsi, en présence d'actionnaires de référence, si ces derniers ne peuvent ou refusent de participer à cette opération. Dans ce cas cela reviendrait à les diluer et ainsi

---

<sup>1452</sup> Les défenses anti-OPA, Renaud Salomon, Jurisclasseur droit des sociétés, Fasc. 2132

<sup>1453</sup> Communiqué de presse de Saint-Gobain du 3 août 2005.

<sup>1454</sup> L'AMF a d'ailleurs explicitement relevé dans sa décision de sanction contre Wendel que cette dernière avait renoncé à lancer une offre sur la société du fait de cette acquisition. Décision de la commission des sanctions à l'égard de la société Wendel SA, de M. Jean-Bernard Lafonta et de la société Deutsche Bank Paris du 13 décembre 2010. §1: "*Les équipes de HSBC avaient présenté à Wendel un projet d'investissement envisageant, parmi d'autres scénarios, le lancement d'une offre publique sur Saint-Gobain. Cependant, à la suite de l'offre publique défensive de Saint-Gobain sur le groupe anglais BPB, Wendel avait dû renoncer à déposer son propre projet d'OPA et elle avait dénoué son TRS*".

<sup>1455</sup> Il s'agit de transférer la dette contractée par le holding de reprise sur la société cible de l'offre.

<sup>1456</sup> T. Vassogne, Défense anti-OPA: Banque févr. 1998, p.39.

faciliter la tâche du potentiel initiateur de l'offre. La société devra aussi être certaine de l'accueil positif du marché car, si l'augmentation de capital est sous-souscrite, cela traduira la défiance du marché envers la société et enverra un signal très positif à un initiateur potentiel. A titre d'exemple, suite à l'affaire Kerviel et aux diverses rumeurs d'OPA courant sur la Société Générale, cette dernière a réalisé une augmentation de capital de 5,5 milliards d'euros avec maintien du droit préférentiel de souscription pour dissuader le lancement de toute offre. Cette opération a permis de combler la perte causée par la fraude et de dissuader le lancement d'une offre, alors que des scénarios étaient expressément évoqués dans la presse<sup>1457</sup>. La société peut aussi augmenter son périmètre en introduisant en bourse une filiale en France ou à l'étranger. Cette technique est un moyen efficace de renchérir le coût de l'offre. En effet, le législateur<sup>1458</sup>, suite à la pratique<sup>1459</sup>, oblige l'initiateur d'une offre publique à déposer une autre offre publique sur toute société dont la cible « *détient plus du tiers du capital ou des droits de vote* » et qui constitue « *un actif essentiel de l'actif cible* ». Le dépôt devra être fait en même temps pour les deux offres et l'offre devra être irrévocable. Cette obligation viendra nécessairement renchérir l'opération car l'émetteur de l'offre devra lancer son offre sur deux sociétés au lieu d'une seule et il s'agira généralement d'une filiale financièrement conséquente. Suite à son offre publique sur Arcelor, Mittal Steel avait été dans l'obligation d'en lancer une sur Arcelor Brasil<sup>1460</sup>. L'une des principales difficultés résultera dans l'interprétation de ce qu'est un « *actif essentiel* ». On peut cerner la notion en estimant qu'il faut que ce soit une société filiale participant de manière significative aux résultats consolidés de la société mère et qui rentre dans le ou les domaines stratégiques de cette dernière. En sont ainsi exclus les investissements financiers (tant que la société mère n'est pas un holding) ou les participations non significatives (filiale ne générant qu'un faible résultat).

#### b. L'utilisation de cet outil pour contrer les actionnaires de court-terme.

**481. La dissuasion par la valorisation.** La valorisation s'avère être une stratégie de défense efficace pour contrer ou dissuader le lancement d'une offre hostile. Il en va de même

---

<sup>1457</sup> Marianne Bliman, Société Générale: 39% de décote pour les actions nouvelles, Les Echos, le 11 février 2008.

<sup>1458</sup> Article 34 de la Loi 2005-842 du 26 juillet 2005 introduisant l'Article L.433-3 IV C. Mon. Fin., 234-3-1 et 231-14 RGAMF. Voir Alain Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, 4<sup>ème</sup> édition, n°1630 et suivants.

<sup>1459</sup> Cette obligation avait en effet été imaginée par Lafarge. Alain Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, 4<sup>ème</sup> édition, n°672.

<sup>1460</sup> Thibaut Madelin, Mittal obligé de lancer une couteuse OPA sur Arcelor Brasil, Les Echos, 27 septembre 2006.

pour les arbitragistes. Ces derniers devront constituer une participation au sein de la société. Plus cette participation leur coûtera cher à acquérir et plus le risque de voir la société ciblée par ces actionnaires sera faible. En outre, plus le prix sera élevé, plus la participation dans le portefeuille du fonds sera importante. Ceci peut poser au fonds des problèmes de diversification des risques. Même si aucune règle ne leur impose une telle diversification, certains *hedge funds* pourraient refuser de constituer une participation qui serait trop importante au sein de leur portefeuille. Cette stratégie de défense n'aura cependant qu'un effet limité envers les fonds arbitragistes. Tout d'abord, ceux-ci ne doivent constituer qu'une participation minoritaire. Ensuite, ils disposent de nombreux instruments financiers pouvant leur permettre d'atteindre une participation financière conséquente sans avoir à déboursier l'exacte contrepartie en termes financiers. La principale utilité de cette stratégie de défense à l'encontre des actionnaires arbitragistes reposera très probablement dans son efficacité en tant que mesure de défense anti-OPA. La valorisation peut ainsi dissuader un fonds activiste du fait de l'absence de certitude d'une offre à l'avenir.

**482. La réduction de la liquidité du titre.** On peut penser qu'une autre stratégie de défense à l'encontre des actionnaires de court-terme peut se trouver dans la réduction de la liquidité du titre. L'idée est que plus le prix est élevé, moins le marché est liquide et plus difficile il sera d'acquérir et de céder des actions. Il sera donc plus compliqué pour un fonds arbitragiste de prendre position au capital de la société. La réduction de la liquidité du titre peut être efficacement menée avec une politique de rachat des titres<sup>1461</sup>. Cette stratégie peut apparaître séduisante en théorie mais se heurtera à une difficulté pratique majeure: toute société cherchant à volontairement réduire sa liquidité sans autre raison que celle de se protéger risque de voir son cours de bourse chuter fortement et ses dirigeants fortement critiqués lors de la prochaine assemblée générale. En outre, cela donnerait une très bonne occasion d'intervention à des fonds activistes qui pourraient militer pour un accroissement de la liquidité du titre. A l'heure actuelle, peu de sociétés disposent d'un prix par action qui est réellement de nature à réduire la liquidité du titre. Le seul exemple reste celui de Berkshire Hathaway, holding d'investissement de Warren Buffet, pour lequel il faut déboursier la somme d'environ 130.000 dollars pour acquérir une action<sup>1462</sup>... L'investisseur poursuivant cette

---

<sup>1461</sup> Article L.225-209 C. com.

<sup>1462</sup> Cours de Août 2012.

stratégie dans le but de dissuader les investisseurs de court terme d'investir dans sa société<sup>1463</sup>. Cet exemple nous prouve donc qu'il s'agit d'une stratégie ne pouvant être mise en œuvre que dans certaines sociétés.

## **B. L'inutilité des mesures ne portant pas sur le contrôle de la société.**

**483.** Les mesures ne portant pas sur le contrôle du capital présentent une efficacité contrastée pour réduire l'attractivité de la société envers des actionnaires de court-terme. Dans ce cas de figure, la société reste pleinement exposée à une offre hostile correctement valorisée (1). Cette exposition demeure même si le recours à certaines mesures comme les droits de vote double peuvent se révéler pertinents (2).

### **1. L'efficacité contrastée de ces mesures.**

**484.** Les mesures de défense ne portant pas sur le contrôle du capital présentent une efficacité contrastée, la mise en place d'accords contractuels avec les tiers étant généralement inefficace (a) alors que la société peut trouver un refuge avec l'utilisation stratégique des règles du droit de la concurrence ou de contrôle des investissements ou en sanctuarisant un actif (b).

#### **a. L'inefficacité du recours aux tiers.**

**485. Les clauses de changement de contrôle dans les contrats commerciaux et les *joint-ventures*.** Il s'agit ici de dissuader une offre hostile en rendant la société dépendante de son indépendance. Si elle vient à perdre cette dernière la société verra une partie de sa substance économique disparaître immédiatement par le simple fait de la réussite de l'offre. Ces clauses prévoient que, pour le contrat dans lequel elle est insérée, en cas de changement

---

<sup>1463</sup> Nessim Ait-Kacimi, Warren Buffet: des paroles aux actes. Peu activiste, Warren Buffet n'est pas Calpers, le fond de pension américain qui influe sur la gouvernance des sociétés, Blogs EchosMarket, LesEchos.fr, 16 novembre 2011. Consulté le 2 décembre 2011.

de contrôle de la société, il sera automatiquement résilié ou une partie aura la possibilité de le résilier ou d'exiger une obligation supplémentaire de l'autre partie. Le meilleur exemple de ce type de clause reste celui de l'OPA hostile d'Oracle sur Peoplesoft<sup>1464</sup>. Cette dernière société a mis en place de telles clauses sous couvert d'un programme de protection de ses clients. En cas de prise de contrôle dans la première année du contrat, les clients devaient être remboursés de 2 à 5 fois le montant de leur investissement si les services d'assistance prenaient fin, si les logiciels n'étaient plus vendus à de nouveaux clients ou si les mises à jour n'étaient plus proposées. Bien que cette clause n'ait pas fait échouer l'OPA d'Oracle, cette dernière société a dû désamorcer cette *poison pill* de 1,5 milliard de dollars. Les actionnaires de Peoplesoft ont cependant, par la suite, neutralisé cette stipulation. L'introduction de telles mesures semble cependant difficile à envisager en France étant donné que le régulateur manifeste une forte hostilité à leur égard du fait de leur contrariété à l'intérêt social de la société<sup>1465</sup>.

**486.** L'alternative est l'utilisation des *joint-ventures* (c'est-à-dire la création de filiales communes entre deux sociétés). L'idée d'une *joint-venture* est de créer une société commune entre deux groupes de sociétés différents pour développer un produit commun ou s'installer de manière commune sur un marché. Ces structures peuvent cependant être aussi de très bonnes mesures de défense anti-OPA pour les sociétés les mettant en place, sans pour autant les détourner de leur objectif initial. En effet, en cherchant le développement d'un nouveau produit, les deux sociétés, lors de la négociation de statuts de la *joint-venture* se mettront d'accord pour insérer des clauses venant extraire la société du périmètre du groupe qui changera de contrôle. Cette méthode a la même philosophie de dissuasion que les clauses de changement de contrôle, elle vise à dissuader l'offre afin d'éviter que certaines *joint-ventures* stratégiques échappent au contrôle de la société suite au succès de l'offre.

**487.** Plusieurs véhicules sont possibles pour réaliser une *joint-venture* comportant une dimension de pilule empoisonnée, cependant la société par actions simplifiées semble être le meilleur. « *Ainsi, la SAS, permettant le rapprochement d'entreprises, permet, par de multiples*

---

<sup>1464</sup> Jim Kerstetter, Finally, Oracle Nails peoplesoft, BloombergBusinessWeek, 12 décembre 2004. <http://www.businessweek.com/stories/2004-12-12/finally-oracle-nails-peoplesoft>. Lien consulté le 31 juillet 2012.

<sup>1465</sup> Voir notamment : Rapport Annuel de la Commission des Opérations de Bourse, 1987, p.134: "*La tradition française fort heureusement n'admet pas ces mesures contraires à l'intérêt social. Il ne faut surtout pas les laisser s'introduire dans notre pays; les actionnaires lésés ne devraient pas hésiter à exiger le retrait de telles mesures lorsqu'ils viendraient à en avoir connaissance*" et Rapport de la Commission des Opérations de Bourse, 1988, p.80.81. Voir aussi: [http://www.memoireonline.com/03/10/3216/m\\_Les-strategies-de-defense-en-matiere-dOPA14.html](http://www.memoireonline.com/03/10/3216/m_Les-strategies-de-defense-en-matiere-dOPA14.html). Consulté le 8 août 2012.

*dispositions statutaires, d'empêcher qu'un changement d'actionnariat ne se traduise par un changement de contrôle. Elle permet également de confier à certaines personnes un droit de veto sur certaines décisions (...) »*<sup>1466</sup>. Même si la dernière assertion est juridiquement vraie on pourra douter de l'efficacité dissuasive d'un droit de veto dans une *joint-venture* pour dissuader un éventuel assaillant. Cette structure comporte une disposition légale<sup>1467</sup> spécialement destinée à cela. Cette clause sera donc plus simple et on ne peut plus efficace. On notera cependant qu'elle pourra, pour la pérennité de la filiale commune, être complétée par une clause de préemption et d'agrément<sup>1468</sup>.

**488. L'inefficacité de ces techniques.** Outre le fait qu'elles seraient très certainement sanctionnées par l'AMF, l'efficacité des clauses de changement de contrôle est cependant limitée. Il paraît peu opportun pour un établissement de crédit d'exiger immédiatement le paiement de l'ensemble de ses dettes et de déstabiliser ainsi la société. Il en va de même pour les contrats commerciaux et de partenariat, sauf à être particulièrement altruiste et fidèle aux anciens dirigeants, il semble peu probable que les autres parties appliquent la clause. Pour être vraiment dissuasives, ces clauses ne devront pas être soumises à un système d'option mais le contrat devra être immédiatement résilié en cas de survenance de l'événement. Ces clauses présentent aussi deux autres inconvénients majeurs. Elles peuvent, tout d'abord, s'avérer peu compatibles avec l'intérêt social. Ce dernier exige en effet que la société poursuive le plus longtemps possible ses relations contractuelles pour produire le maximum de valeur. Elles sont ensuite généralement mal perçues par le marché ce qui entraînera une pénalisation du cours de bourse de la société.

**489.** Pour la *joint-venture*, les mêmes restrictions à l'efficacité des clauses de changement de contrôle pourront être relevées, mais il nous semble que l'AMF ne sanctionne pas de tels montages. Cependant, la société fournirait une très bonne raison à un actionnaire pour mener une campagne activiste en demandant justement à ce que soit neutralisé l'aspect anti-OPA dans cette nouvelle filiale. En cherchant à se protéger, la société donnerait au contraire une très bonne raison à n'importe quel activiste de mener campagne contre elle. Il ne fait guère de doute que les agences de conseil en vote suivraient, sauf à ce qu'une réelle nécessité industrielle existe.

---

<sup>1466</sup> M. Favero, Les défenses anti-OPA, Bull. Joly Bourse 1999, n°46.

<sup>1467</sup> Article L.227-17 C. com.

<sup>1468</sup> Article L.227-14 C. com.

b. L'efficacité relative de la réduction de l'attractivité de la cible.

**490. Le recours aux secteurs régulés.** La société peut chercher à être soumise à une réglementation visant un secteur spécifique. Le législateur a en effet mis en place des réglementations *ad hoc* visant certains secteurs pour des raisons stratégiques. Par exemple, pour tout établissement de crédit ou société d'assurance, des obligations spécifiques existent, notamment en ce qui concerne les obligations de fonds propres et la prévention du risque systémique. En cas de concentration, les sociétés devront préalablement obtenir l'autorisation du régulateur pour mener à bien son projet<sup>1469</sup>. La société pourra donc chercher à se placer sous un tel régime, notamment en acquérant une société (comme un établissement de crédit) soumise à ces obligations. Cette mesure pourra ainsi être de nature à gêner un initiateur ayant du mal à apporter les garanties exigées. L'alternative la plus efficace sera de venir se placer sous le droit de la concurrence. Ce dernier, tant à l'échelon national que communautaire, prohibe certaines opérations qui auraient pour conséquence de venir placer une entreprise en situation de position dominante sur un marché<sup>1470</sup>. Si l'opération risque d'y conduire, le régulateur refusera l'opération ou demandera que des cessions soient effectuées pour valider l'opération. En France, ce sera l'Autorité de la Concurrence qui sera compétente pour valider l'opération<sup>1471</sup>. La société cible pourra chercher à compliquer ces cessions en sanctuarisant les actifs concernés dans une structure *ad hoc* visant à empêcher leur revente. C'est ce qu'a cherché à faire Arcelor pour contrer l'offre de Mittal Steel. Arcelor venait en effet de racheter le Canadien Dofasco, très présent sur le marché Nord-Américain, comme Mittal. Le projet de rapprochement issu de l'OPA conduisait le nouvel ensemble à se retrouver en position dominante sur plusieurs marchés en Amérique du Nord. En plaçant Dofasco dans une *stichting*, c'est-à-dire une fondation de droit Néerlandais, Arcelor entendait empêcher l'approbation de l'opération par les autorités Américaines. Même si cela n'a pas empêché l'offre, Mittal a été dans l'obligation de céder plusieurs actifs importants par la suite<sup>1472</sup>. Une alternative consiste à acquérir une filiale opérant dans un secteur stratégique, l'investissement nécessitant alors une autorisation gouvernementale<sup>1473</sup>.

---

<sup>1469</sup> L'Article L.612-22 C. mon. Fin. fait obligation à l'Autorité de la Concurrence de recueillir l'avis de l'Autorité de Contrôle Prudentiel avant de se prononcer sur le projet de concentration.

<sup>1470</sup> Cette procédure a été réformée par la Loi n°2008-776 dite de Modernisation de l'Economie du 4 août 2008.

<sup>1471</sup> Frédéric de Bure et Ianis Girgenson, Le pouvoir d'intervention du ministre de l'économie en matière de contrôle des concentrations, *Revue Lamy de la Concurrence*, 2009, n°18, page 9.

<sup>1472</sup> La justice autorise Mittal à garder le joyau Canadien Dofasco, *Les Echos*, 24 janvier 2007.

<sup>1473</sup> Décret n°2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L.151-3 C. Mon. Fin. et Article 459 du Code des Douanes ; Jehan Bejot, *Le contrôle des*

**491. La cession d'actifs stratégiques.** Cette opération a un double objectif : augmenter la valorisation de la société en cédant une activité peu rentable dans le but de séduire le marché ; céder un actif pouvant susciter la convoitise. Cette stratégie n'est pas forcément inefficace<sup>1474</sup>. Des options sur certains actifs peuvent aussi être mises en place de manière préventive pour dissuader le lancement de l'offre. En cas d'offre, le co-contractant peut lever l'option et racheter ainsi un actif essentiel de la société<sup>1475</sup>. Ces mécanismes d'option ne sont pas utilisés en France étant donné que la COB avait jugé<sup>1476</sup> que « *ce type de clause avait pour effet de faire obstacle aux offres publiques et donc au fonctionnement normal du marché* ». Une cession peut cependant être à double tranchant. Soit l'on est dans le cadre d'un conglomérat et il s'agit de céder une branche d'activité ce qui peut être économiquement viable, soit il s'agit d'une stratégie spécialisée dans un domaine, auquel cas cette mesure sera difficile à mettre en œuvre ; en effet, cela conduira la société à se séparer de certaines de ses filiales ou participations qui suscitent les convoitises, donc qui sont les plus profitables. Une simple vente à un tiers n'est pas non plus forcément la mesure la plus efficace.

**492.** Une idée plus séduisante peut être de sécuriser la filiale dans une structure *ad hoc*, à l'abri d'un changement de contrôle de la société mère, cette dernière continuant à percevoir les dividendes et donc le fruit de ses investissements. Un exemple de structure protégée est celui de la fondation issue de l'alliance Renault-Nissan<sup>1477</sup>. Il a ainsi été créé une joint-venture de droit néerlandais qui détient le pouvoir de décision stratégique sur les deux sociétés et qui est composée à parité par des représentants des deux sociétés, le Président de Renault ayant voix prépondérante. Ce dispositif est doublé par une autre fondation de droit néerlandais qui, couplée à un système de *golden share*<sup>1478</sup>, oblige tout initiateur d'une offre sur l'une des deux sociétés à lancer aussi une offre sur l'autre. En cas de tentative de prise de contrôle, la fondation se voit émettre des bons de souscription donnant droit à des *golden share*, c'est-à-dire des actions spécifiques permettant de détenir le contrôle de la société,

---

investissements étrangers en France, Réflexions sur une réglementation partiellement inachevée, RTDF n°4, 2011, p.143.

<sup>1474</sup> Les défenses anti-OPA, Renaud Salomon, Jurisclasseur droit des sociétés, Fasc. 2132. « *La stratégie de la société de Navigation Mixte, en vue de contrer les objectifs d'OPA de Paribas, a relevé de ce type de défense. Avant le lancement de l'OPA, la société a cédé une participation significative à la société Allianz dans ses filiales d'assurances. Puis, après la clôture de l'OPA lancée par Paribas, la société a poursuivi cette politique de cession. L'effet recherché a consisté à décourager Paribas de lancer une nouvelle OPA par absence d'intérêt commercial, économique ou financier* ».

<sup>1475</sup> Thierry Vassogne, Défenses anti-OPA, Banque n°589, p.39.

<sup>1476</sup> Les défenses anti-OPA, Renaud Salomon, Jurisclasseur droit des sociétés, Fasc. 2132. Rapport COB 1988, p.80-81.

<sup>1477</sup> Lettre conseil de Proxinvest en vue de l'assemblée générale de Renault du 29 avril 2011.

<sup>1478</sup> C'est-à-dire une action donnant un droit de veto à son détenteur.

obligeant ainsi l'initiateur à prendre le contrôle de l'ensemble des deux sociétés pour les neutraliser. Une autre solution est de recourir à une fondation de droit Néerlandais, la *stichting*. Comme cela s'est fait (en cours d'offre) dans l'offre de Mittal Steel sur Arcelor<sup>1479</sup> ; la société mère va apporter la filiale convoitée à une telle fondation. Cette dernière émet alors au profit de l'apporteur des certificats de dépôt qui lui confèrent l'intégralité des droits politiques et pécuniaires de la filiale. Un seul pouvoir, celui de céder les actions de la filiale, sera conféré au conseil d'administration de la *stichting*, composé de personnes de confiance<sup>1480</sup>. Elle dispose de la personnalité morale et les administrateurs sont inamovibles, on peut même soumettre la décision de dissolution du *stichting* ou de vendre les actions à l'autorisation préalable de la société. Il est intéressant de noter que le nouvel ensemble Arcelor-Mittal s'était retrouvé totalement impuissant face à ce montage<sup>1481</sup>, tout comme deux fonds « vautours »<sup>1482</sup> cherchant à s'emparer d'une entreprise Néerlandaise<sup>1483</sup>. Si elles peuvent servir à protéger des entreprises ces fondations servent surtout à développer des activités philanthropiques et sont très présentes outre-Rhin<sup>1484</sup>. Ce même auteur a envisagé que la fiducie pourrait avoir le même effet, on transférerait la filiale à un fiduciaire qui s'engagerait à protéger l'actif en cas de succès d'une offre hostile et à ne pas le transférer au nouvel acquéreur. Pour sécuriser cela, la filiale pourrait émettre des actions de préférence au constituant avec le pouvoir de dissolution, celles-ci étant ensuite transférées au fiduciaire dans le contrat de fiducie. Le seul problème est que, dans cette opération, le constituant sera aussi le bénéficiaire, or « *Le contrat de fiducie peut être révoqué par le constituant tant qu'il n'a pas été accepté par le bénéficiaire. Après acceptation par le bénéficiaire, le contrat ne peut être modifié ou révoqué qu'avec son accord ou par décision de justice* »<sup>1485</sup>. Ainsi, la fiducie comportera une tâche originelle et force est de constater que le *Stichting*, parfaitement accessible aux sociétés françaises, sera un outil on ne peut plus efficace.

**493. Une mesure attirant les fonds activistes.** Ces mesures de défense préventive ne sont donc pas toutes pleinement efficaces. Surtout, certaines sont de nature à venir compliquer la donne pour la société en attirant des fonds activistes. La neutralisation de la mise en place

<sup>1479</sup> Thibault Madelin, La fondation créée par Arcelor bloque la vente du leader Canadien de l'acier Dofasco, Les Echos, 14 novembre 2006.

<sup>1480</sup> La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ? Comparatif fiducie/stichting. Pierre Servan-Schreiber. RD bancaire et fin., Septembre-octobre 2007, p.33.

<sup>1481</sup> Communiqué de presse d'Arcelor Mittal du 10 janvier 2007.

<sup>1482</sup> On dénomme ainsi les fonds rachetant de la dette à bas prix sur les marchés financiers pour attendre son remboursement ou convertir ces créances en capital.

<sup>1483</sup> Didier Burg, Les fondations Néerlandaises mises en cause pour leur rôle protectionniste, Les Echos, 15 janvier 2007.

<sup>1484</sup> Thibaut Madelin, Au pays des fondations actionnaires, Les Echos, 24 octobre 2006.

<sup>1485</sup> Article 2028 du C. civ.

de mesures de défense anti-OPA est une bonne raison pour mener une campagne activiste et sera généralement suivie par les autres actionnaires en assemblée générale. Il ne nous semble donc pas que l'utilisation de ce genre de mesure soit vraiment pertinente étant donné qu'elle ne risque pas forcément de décourager un éventuel initiateur et risque au contraire d'encourager un fonds activiste. Surtout, cela vient prouver une relative faiblesse de la société. Cette dernière craint qu'une offre soit lancée en recourant à ces mesures. Si elles sont isolées et ne viennent pas en complément d'autres mesures de défense comme la sanctuarisation du capital de la société, les dirigeants de la société traduisent ainsi leur impuissance à construire une défense plus efficace et donc que la société est parfaitement "opéable". Il ne nous semble pas possible de conclure que ces mesures de défense soient un outil efficace pour se protéger d'un fonds activiste et qu'elles doivent ainsi être utilisées avec précaution par la société.

## **2. L'utilisation des droits de vote doubles.**

**494.** La société peut chercher à fidéliser son actionnariat avec le recours à l'attribution de droit de vote double, l'utilisation d'actions de préférence ne pouvant atteindre le même résultat (a). Cette mesure doit cependant être utilisée avec discernement étant donné qu'elle présente certaines limites (b).

### **a. Les droits de vote doubles.**

**495. La mise en place des droits de vote doubles.** Les droits de vote doubles peuvent être mis en place de deux manières dans la société, soit de manière statutaire, soit en émettant, à des personnes déterminées des actions de préférence. Il faut préalablement relever que ces mesures sont dérogoires par rapport au droit commun des sociétés par actions, celui-ci prévoyant en effet que « (...), le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite »<sup>1486</sup>. Cette disposition

---

<sup>1486</sup> Article L.225-122 I C. com. Voir aussi: Dossier ANSA, Diverses questions relatives à l'utilisation du droit de vote de l'actionnaire, Octobre 2002, n°1341 ; Reygrobelet, Proportionnalité entre capital et contrôle: faut-il interdire toute dérogation au principe une action = une voix?, RTDF 2007, n°3, P.101. Dossier ANSA, Interdiction des actions à droit de vote multiple, 1995, n°2794.

prévoit elle-même la possibilité d'être aménagée statutairement. Le droit de vote est cependant l'un des deux droits fondamentaux de l'actionnaire et « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter et les statuts ne peuvent déroger à ces dispositions* »<sup>1487</sup>. Les manœuvres de privation des droits de vote d'un actionnaire, sauf à ce qu'il commette une faute et qu'on puisse appliquer la loi (comme une absence de déclaration de franchissement de seuil<sup>1488</sup>) seront donc par avance vouées à l'échec. Une meilleure stratégie consiste donc à conférer aux actionnaires auxquels on peut faire raisonnablement confiance un pouvoir plus important dans la vie de la société. Cela pourra tout d'abord passer par l'octroi de droits de vote doubles à certains actionnaires comme le permet le Code de commerce<sup>1489</sup>. Le même article poursuivant en disposant que ces droits de vote doubles peuvent n'être conférés qu'aux ressortissants d'un Etat membre de l'Union Européenne, ce qui peut ainsi éviter d'en conférer à des actionnaires domiciliés en dehors de l'Union. Cette mesure aura pour effet de conférer un droit de vote plus important aux actionnaires présents depuis longtemps dans la société et donc normalement plus susceptibles de prendre en compte l'intérêt à long terme de la société en cas d'offre publique. Cette mesure de défense est adoptée par 55% des sociétés du CAC 40 au 1<sup>er</sup> octobre 2011<sup>1490</sup>.

**496. Les actions de préférence.** Outre les statuts, on peut se demander si le même objectif ne pourrait être atteint avec le recours aux actions de préférence? Ces titres ont été introduits récemment en droit français<sup>1491</sup>, suite à une demande des praticiens<sup>1492</sup>, et sont venus remplacer les anciennes catégories de titres qui étaient entre autres les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et les certificats d'investissement. En accord avec la

---

<sup>1487</sup> Chambre commerciale, Château d'Yquem, 9 février 1999.

<sup>1488</sup> Un tel oubli avait en effet été commis par le concert mené par Sacyr lors de sa tentative de prise de contrôle d'Eiffage, ce qui avait permis à la société de le priver de ses droits de vote et de faire basculer l'assemblée générale.

<sup>1489</sup> Article L.225-123 C. com. : « *Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire* ». Voir aussi: Peltier, Avantages accordés à l'actionnariat stable, Bull. Joly Sociétés, 1993, 551; M Storck et T. de Ravel d'Esclapon, Faut-il supprimer les actions à droit de vote double?, Bull. Joly Sociétés, 2009, n°90.

<sup>1490</sup> Frédéric Grillier et Hubert Segain, Panorama 2011 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40, RTDF n°4, 2011, p.124.

<sup>1491</sup> Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 ratifiée par la Loi n°2004-1343 du 9 décembre 2004. ANSA 2004-III, Présentation sommaire de la réforme du régime des valeurs mobilières émises par des sociétés commerciales ; Alain Couret et Hervé Le Nabasque, Valeurs Mobilières, Augmentations de capital, Nouveau régime, Editions Francis Lefebvre, n°486 et suivants.

<sup>1492</sup> "Les actions de préférence: propositions du MEDEF pour une modernisation du droit des valeurs mobilières", MEDEF, mai 2001; "Pour un droit moderne des sociétés" AFEP-ANSA-MEDEF, octobre 2003, Article 114 et suivants; "Actions de préférence" AFIC, Commission Venture, juillet 2003

majorité de la doctrine<sup>1493</sup>, la réponse nous paraît cependant négative. Le texte dispose que « *Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent (...)* »<sup>1494</sup>, la même disposition précisant ensuite que le droit de vote peut être soit totalement supprimé, soit être aménagé pour une durée « *déterminée ou déterminable* ». Une première lecture pourrait ainsi laisser croire que l'aménagement pourrait consister en des droits de vote multiples. On relèvera cependant que l'imagination des praticiens reste encadrée. De telles actions restent soumises au régime commun des valeurs mobilières, seule la SAS échappe à l'application des *Articles L.225-122 à L.225-125 du Code de commerce*. Dès lors, du fait du nécessaire respect de la proportionnalité du capital<sup>1495</sup>, nous sommes d'avis que l'on ne pourra leur conférer un droit de vote multiple, sauf un droit de vote double en application de l'article L.225-123.

#### b. L'efficacité de la mesure.

**497. Le renforcement des actionnaires de référence.** L'idée de jouer sur les droits de vote est sans doute l'une des mesures de défense la plus efficace. A défaut d'avoir obtenu un droit de vote double, un actionnaire disposera d'un droit de vote mathématiquement minoré. Il lui sera ainsi plus compliqué de harceler les dirigeants et de faire adopter des résolutions en assemblée générale. De plus, dans le cas d'absence de prise de participation préalable, ces majorations de droits de vote faciliteront la défense de la cible en cours d'offre<sup>1496</sup>. Les actionnaires détenant les droits de vote doubles pourront légitimement être présumés comme étant fidèles à l'entreprise et à sa stratégie (ils seront investis depuis plus de deux ans au minimum). Ils seront aussi moins enclins à apporter leurs titres à l'offre pour deux raisons. Tout d'abord, ils perdraient cet avantage du fait du changement de propriétaire. Ensuite, cette politique de récompense de l'ancienneté peut renforcer l'adhésion de ces actionnaires aux dirigeants projets de la société et ils pourraient être plus réticents à apporter leurs titres à l'offre.

---

<sup>1493</sup> Voir ainsi : Roy Arakelian, *Rép. sociétés Dalloz*, Action de préférence, septembre 2009 ; F. Monod et R. Aralekian, *Un droit de vote sur mesure grâce aux actions de préférence*, *Option Finance*, 20 septembre 2004 ; JJ Daigre, *L'aménagement du droit de vote*, *RD bancaire et fin.*, 2004, p.364 ; A Viandier *JCP E* 2004 1440, p.1528.

<sup>1494</sup> Article L.228-11 C. com.

<sup>1495</sup> Article L.225-122 C. com.

<sup>1496</sup> La société ne devant cependant pas avoir appliqué statutaire les dispositions facultatives de la directive. Hervé Le Nabasque, *les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006*, *Rev. Soc.*, 2006, p.237, 14-1.

Un projet de réforme vise à renforcer les droits de vote doubles pour les sociétés cotées<sup>1497</sup>. Le groupe majoritaire à l'assemblée nationale s'est prononcé pour la systématisation des droits de vote doubles. Tout actionnaire d'une société dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé viendrait se voir attribuer un droit de vote double, pour une action inscrite au nominatif, dès lors qu'il aurait détenu ces titres pendant les deux ans réglementaires. On passerait à un régime d'automaticité. Cette mesure serait nécessairement contraire au principe de la proportionnalité du capital et pourrait avoir un effet pervers, un actionnaire hostile n'aurait qu'à attendre deux ans pour voir ses droits de votes doubler et accroître fortement son influence sur le marché. L'AMF s'était prononcée contre un tel projet de réforme.

**498. Les limites de la mesure.** L'action à droit de vote double présente une limite majeure. Dès qu'elle sera transférée à une autre personne, alors le droit de vote double sera supprimé<sup>1498</sup>. Le nouvel acquéreur n'en bénéficie donc pas. De même, si l'entreprise cherche à fédérer ses anciens actionnaires dans une holding non cotée, les actions à droit de vote double qui seront apportées perdront aussi cette caractéristique étant donné qu'il y aura un changement de propriétaire. On relèvera aussi que la société devra veiller à ne pas supprimer elle-même tout effet de défense anti-OPA à la mesure qu'elle a adoptée. La loi de transposition de la directive<sup>1499</sup> a prévu un système d'option permettant à la société, en cas d'offre publique, de suspendre les restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote. Certains auteurs<sup>1500</sup> relèvent que la société a le pouvoir de priver d'effet les clauses « restrictives » pour les droits de vote pendant cette période. Même si de prime abord on peut estimer qu'il ne s'agit pas d'une mesure restrictive, force est de constater que la volonté du législateur européen est d'arriver à une stricte proportionnalité entre le capital détenu et les droits de vote lorsqu'il s'agira pour l'assemblée générale de se prononcer, en cours d'offre, sur l'adoption de mesures de défense. On retiendra cependant qu'il s'agit d'une option et qu'ainsi le risque de voir une société neutraliser d'elle-même son propre dispositif de défense est assez faible. Relevons enfin qu'il ne sera pas possible de priver un actionnaire de ces droits de vote doubles s'il réunit l'ensemble des conditions nécessaires pour l'obtenir. Il est cependant peu probable qu'un actionnaire de court-terme attende deux ans pour les obtenir. En ce qui concerne les actions de préférence, même si elles pouvaient être dotées de droit de vote

---

<sup>1497</sup> Laurence Boisseau, La loi contre les OPA hostiles suscite de très vives critiques, Les Echos, 1<sup>er</sup> avril 2013.

<sup>1498</sup> Article L.225-124 alinéa 1 C. com.

<sup>1499</sup> Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.

<sup>1500</sup> Renaud Salomon, Les défenses anti-OPA, Jurisclasseur Sociétés, Fasc 2132.

multiples, leur efficacité ne serait pas acquise pour autant. Tout l'enjeu serait de trouver des investisseurs ayant les fonds nécessaires et dont les dirigeants soutiendraient les dirigeants en place en cas de contestation. De plus, une autre difficulté serait de faire accepter l'émission par les actionnaires en assemblée générale extraordinaire. Cette étape serait loin d'être évidente du fait de l'hostilité des proxys advisers à ce genre de mesures de défense. La limite fondamentale à de telles actions de préférence serait le fait que, comme nous nous trouvons dans une société cotée, aucune clause d'agrément statutaire ne pourrait être introduite dans les statuts et, ainsi, elles pourraient être cédées à un tiers. La société aura ainsi la garantie morale que l'investisseur ne cédera pas ses actions soit à un tiers désintéressé à son indépendance, soit à une personne voulant tout simplement en prendre le contrôle.

## **§2. L'utilisation du contrôle actionnarial.**

**499.** La constitution d'un noyau dur suffisamment important au capital de la société va être un élément de dissuasion extrêmement efficace envers un éventuel initiateur d'offre. Il s'agit probablement de la mesure de défense la plus pertinente à l'heure actuelle pour les sociétés pouvant la mettre en oeuvre (A). En 2011, 57,5% des sociétés du CAC 40 voyaient présents à leur capital des blocs structurants plus ou moins importants<sup>1501</sup>. Malgré quelques limites, cette stratégie se révèle aussi extrêmement efficace contre les arbitragistes car ils rendent la réussite d'une offre peu probable et les fonds sont privés de tout moyen d'action à l'encontre de l'actionnaire majoritaire (B).

### **A. La constitution d'un actionnariat stable.**

**500.** La constitution d'un noyau dur d'actionnaires au sein de la société peut passer par la présence de salariés au capital. Cette option, retenue par de nombreuses sociétés, permet de s'assurer qu'une partie du capital est détenue par des personnes qui n'ont que peu d'intérêt à la réussite d'une offre hostile (1). L'actionnariat peut aussi être verrouillé à l'aide des pactes d'actionnaires ou de l'ingénierie sociétariaire (2).

#### **1. La présence des salariés au capital.**

**501.** Dans le but d'impliquer les salariés dans la vie de la société, et de leur permettre de bénéficier de la valeur créée par cette dernière, le droit des sociétés permet l'implication des salariés au capital de la société (a). Cela peut permettre de sécuriser une partie de l'actionnariat dans le but de dissuader le lancement d'une offre ou d'une campagne activiste (b).

---

<sup>1501</sup> Frédéric Grillier et Hubert Segain, Panorama 2011 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40, RTDF n°4, 2011, p.124.

## a. Les moyens.

**502. Les structures juridiques**<sup>1502</sup>. La législation française offre plusieurs moyens d'inviter les salariés au capital de leur entreprise. On peut principalement citer les *stock-options*<sup>1503</sup>, l'attribution gratuite d'actions aux salariés<sup>1504</sup> (qui semble avoir les faveurs de la pratique<sup>1505</sup>), l'intéressement des salariés<sup>1506</sup>, la participation des salariés aux résultats<sup>1507</sup> et les plans d'épargne entreprise. Il ne nous semble pas que les *stock-options* puissent réellement permettre de constituer un actionnariat salarié dans l'entreprise. Les salariés en bénéficiant vendront généralement le titre juste après avoir levé l'option dans le but de réaliser une plus-value. Il en va différemment de l'attribution gratuite d'actions<sup>1508</sup> à laquelle peuvent procéder les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions. Cette attribution est de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire de l'entreprise qui peut réserver ce droit à une ou plusieurs catégories de salariés, les actions attribuées peuvent déjà exister ou être émises pour l'occasion<sup>1509</sup>. Elle fixe aussi un pourcentage maximal du capital social qui pourra être attribué lors de cette opération, ce pourcentage ne pouvant dépasser les 10%<sup>1510</sup>. Surtout elle devra déterminer une période dite de conservation, qui ne peut être inférieure à deux ans, pendant laquelle les salariés ne pourront vendre leurs titres<sup>1511</sup>. Cette période permettra la constitution d'un vrai noyau dur au sein de la société. Les salariés auront bien la qualité d'actionnaires pendant cette période. L'autre outil consiste dans les plans d'épargne d'entreprise<sup>1512</sup>. L'objectif est de pousser l'entreprise à aider les salariés à se constituer un portefeuille de valeurs mobilières. Ces valeurs mobilières pourront être émises par la société en question (donc des actions de cette dernière). Elles pourront être détenues directement ou par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement. Les salariés disposeront d'un compte qui sera alimenté par leurs propres versements ainsi que ceux de l'entreprise, leurs droits à la

---

<sup>1502</sup> Jurisclasseur Droit des Sociétés, 2012, Division II: Les actions; Chapitre III: Actionnariat des salariés, n°4847 et suivants.

<sup>1503</sup> *Ibid.* Loi n°70-1322 du 31 décembre 1970; articles L.225-177 à L.225-186-1 C. com.

<sup>1504</sup> *Ibid.* Loi n°2004-1484 du 30 décembre 2004. Ce régime a été modifié par la Loi n°2012-387 du 22 mars 2012 dite Warsmann II qui a porté à 15% du capital le nombre total des actions gratuites pouvant être distribuées gratuitement.

<sup>1505</sup> Derek Perotte, Les actions gratuites de plus en plus préférées aux stock-options, Les Echos, 19 octobre 2012.

<sup>1506</sup> *Ibid.* Article L.3312-2 C. trav.

<sup>1507</sup> *Ibid.* Article L.3332-1 C. trav.

<sup>1508</sup> *Ibid.* Loi de finances pour 2005, n°2004-1484 du 30 décembre 2004, article 83; Articles L.225-197-1 à L.225-197-6 C. com.

<sup>1509</sup> *Ibid.* Article L.225-97-1 C. com.

<sup>1510</sup> *Ibid.* Article L.225-97-1 C. com.

<sup>1511</sup> *Ibid.* Article L.225-97-1 C. com.

<sup>1512</sup> *Ibid.* Ordonnance n°86-1134 du 21 octobre 1986 et Loi n°2001-152 du 19 février 2001; Article L.3332-1 et suivants C. trav.

participation ainsi que les actions gratuites qui leur seraient éventuellement distribuées. Même si une obligation de diversification existe<sup>1513</sup>, cet outil pourra permettre de sécuriser une partie du capital et constitue une pratique courante au sein du CAC 40<sup>1514</sup>.

**503. Les risques.** Cette participation des salariés au capital n'est cependant pas dénuée de tout risque. Le principal risque résidera dans la baisse de la valeur des actions de la société qui sera subie par les salariés détenant ces actions. Si la société est l'objet d'intenses rumeurs d'offre et qu'elle organise la montée au capital des salariés pour se protéger mais que ces rumeurs se révèlent infondées, les salariés risquent d'être exposés à des moins-values extrêmement conséquentes. Il existe dès lors un risque à long-terme pour l'entreprise de voir la motivation de ses salariés baisser ou encore une opposition interne aux dirigeants ayant eu recours à cette stratégie de défense. Un autre risque pourra résider dans le choix du gérant du fonds commun de placement d'apporter les titres à une éventuelle offre hostile mais cette solution paraît peu probable. In fine, on voit donc que les risques inhérents à la mise en place d'un actionnariat salarié ne sont pas extrêmement dangereux, et ne sont, en tout cas, pas de nature à empêcher l'instauration d'une telle mesure de défense.

#### b. L'utilisation.

**504. Une défense anti-OPA de dissuasion.** La constitution d'un actionnariat salarié sera de nature à dissuader le lancement d'une offre hostile sur la société. Si les sociétés viennent à détenir une part significative du capital, cette partie pourra dès lors être considérée comme sécurisée. En 2011, un quart des sociétés du CAC 40 avaient un actionnariat salarié supérieur à 5% des droits de vote de la société<sup>1515</sup>. Il est en effet très peu probable que les salariés de la société apportent leurs actions à une offre hostile. Il est généralement admis que leurs craintes de restructuration pouvant survenir suite à une opération hostile surpasseront toute analyse rationnelle de l'offre qui leur est faite<sup>1516</sup>. Ils seront généralement l'un des premiers soutiens des dirigeants de la société. On peut sans doute affirmer qu'ils seront, de loin, les actionnaires les plus favorables à un maintien de l'indépendance de la société. En

---

<sup>1513</sup> *Ibid.* Loi n°94-640 du 25 juillet 1994.

<sup>1514</sup> Les salariés de Vivendi deviennent son 4<sup>ème</sup> plus gros actionnaire, Lesechos.fr, 16 juillet 2012.

<sup>1515</sup> Frédéric Grillier et Hubert Segain, Panorama 2011 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40, RTDF n°4, 2011, p.124.

<sup>1516</sup> Un bon exemple est la montée au capital des cadres d'Eiffage pour contrer les aspirations de l'espagnol Sacyr.

outre, les mécanismes étudiés précédemment démontrent qu'il leur sera généralement difficile de disposer de leurs actions comme bon leur semble. Dès lors, même si une minorité d'entre eux est favorable à l'offre, elle ne sera pas forcément en mesure d'y apporter ses titres. Si les salariés sont fortement présents au capital d'une société, le risque d'une offre hostile est limité étant donné que le risque d'échec sera plus important. De même, en cas de lancement de l'offre et de mise en œuvre de défense anti-OPA, les dirigeants pourront compter sur le vote des salariés de la société. Cette analyse peut ainsi être transposée aux fonds arbitragistes. Suivant l'analyse précédemment développée, si le risque d'OPA sur une société est limité les arbitragistes seront découragés de mener une campagne sur cette même société du fait de l'absence de porte de sortie. On peut donc y voir un outil particulièrement efficace pour dissuader à la fois un potentiel initiateur d'offre mais aussi un fonds arbitragiste qui menacerait la société.

#### **505. L'aspect politique de la participation des salariés au capital en cas d'offre.**

La participation des salariés au capital de la société présentera un aspect politique qu'aucune autre mesure de défense ne sera à même de proposer. Leur opposition quasi-automatique à l'offre initiée sur la société aura généralement un aspect de défense de l'emploi que les médias se chargeront de relayer. Leur intervention pourra ainsi être à même de mobiliser les pouvoirs politiques sur la question. En cas d'offre initiée sur la société cette dimension sera importante. Les pouvoirs politiques se soucient généralement immédiatement des questions sociales en cas d'offre publique de grande envergure. Ceci sera amplifié si des arbitragistes sont fortement présents au capital. Cette partie du capital aux mains des salariés ne supportera généralement pas le comportement des arbitragistes. On rencontre un conflit aussi historique qu'ancré entre la finance et les ouvriers. Surtout, les arbitragistes pourront trouver en face d'eux une partie du capital qui s'opposera directement à leur stratégie, et ce pouvant être de manière publique. On voit les risques en terme de réputation qu'une telle confrontation pourrait faire courir à un des fonds arbitragistes, eux qui choisissent généralement d'éviter la lumière.

## **2. La stabilisation de l'actionnariat.**

**506.** La sécurisation d'une partie du capital de la société passe principalement par le recours aux pactes d'actionnaires entre les actionnaires majoritaires de la société (a), ceci pouvant être complété par un recours à l'ingénierie sociétaire (b).

#### a. Le pacte d'actionnaires.

**507. Les avantages des pactes d'actionnaires.** Le meilleur moyen de contrôler le capital d'une société est encore que les principaux actionnaires de cette dernière se mettent d'accord pour mener une politique commune. Ils doivent disposer d'une communauté d'intérêts. Cela peut s'expliquer pour des raisons familiales ou financières. Si ces conditions sont remplies, le pacte d'actionnaires se révélera être un outil flexible et adapté à la situation. Il représente l'avantage d'être un contrat et est soumis à la liberté contractuelle, ce qui permet aux parties d'être très créatives dans le but de verrouiller ce « noyau dur » et éviter qu'il ne bascule en cas d'offre publique. Classiquement, ils pourront prévoir une obligation de concertation en cas d'offre publique pour appliquer une politique commune vis-à-vis de l'émetteur de l'offre ou encore des mécanismes de préemption pour éviter que l'une des parties vende ses titres ou apporte ses titres à l'offre et fasse imploser le noyau<sup>1517</sup>. Ces pactes peuvent toutefois s'avérer délicats à négocier étant donné qu'ils regrouperont généralement des actionnaires de référence mais ayant des participations différentes. On peut envisager des engagements de non-agression, de plafonnement des participations réciproques (pour conserver un équilibre au sein de la société), des options d'achat,... Tout dépendra de la réalité de la situation de la société, de l'effet recherché par le pacte et du rapport de force entre les actionnaires. Le législateur<sup>1518</sup> a mis en place des obligations pour assurer la transparence des pactes d'actionnaires pour le marché. Ces conventions doivent être transmises à l'AMF, au maximum cinq jours de bourse après leur signature<sup>1519</sup>, si cette formalité n'est pas accomplie, en période d'offre publique « *les clauses sont suspendues et les parties déliées de leur engagement* ». Pour être soumis à ce régime, le pacte devra remplir deux conditions, il faut « *une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé* » et « *portant sur au moins 0.5% du capital ou des droits de vote de la société* ». Cette obligation est difficilement analysable comme une limite aux pactes d'actionnaires étant donné qu'il est essentiel qu'ils soient publics pour être pleinement dissuasifs et ainsi, qu'un éventuel agresseur, sache qu'il n'est pas possible de s'emparer de la société.

**508. Les exemples d'utilisation des pactes d'actionnaires.** Lors des privatisations en 1993, le gouvernement Balladur avait choisi cette méthode pour éviter que les entreprises

---

<sup>1517</sup> Cette pratique ayant été validée par la jurisprudence, notamment Commission des opérations de Bourse, 1986, p.30.

<sup>1518</sup> Loi n°2001-240 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.

<sup>1519</sup> Article L.233-11 C. com.

récemment privatisées ne soient rachetées par des entreprises étrangères. Il avait mis en place, au sein de chaque société, des « noyaux durs » composés d'entreprises liées par des pactes d'actionnaires<sup>1520</sup>. Ce mécanisme est aussi utilisé depuis les années 1980 chez L'Oréal, entre Nestlé et la famille Bettencourt<sup>1521</sup>. Ayant voulu céder une partie de ses actions, cette dernière avait à l'époque conclu un tel pacte avec la société Suisse dans le but de garder le contrôle de la société au sein du même noyau, en y stipulant une clause de non-agression<sup>1522</sup>. Plus récemment, la société Zodiac a utilisé ce mécanisme pour contrer les vellétés de Safran<sup>1523</sup>. Le 18 décembre 2006, les trois familles actionnaires de la société ont conclu un pacte d'actionnaires avec FFP (Foncière Financière Participations, holding de tête du groupe Peugeot) portant sur 16.04% du capital et 22.29% des droits de vote de la société. Même si les familles ont placé la quasi-totalité de leurs actions au sein de ce pacte (90%), elles ont gardé une partie liquide notamment pour des raisons patrimoniales. L'ensemble de ces actionnaires, comme ils l'ont relevé eux-mêmes dans le pacte, agissent ainsi de concert à l'égard de la société. Pour donner un parfait exemple de la liberté donnée par ces conventions et de la possibilité de verrouiller le capital nous allons exposer les principales clauses de ce pacte. Le pacte était conclu pour une durée de 5 ans, il pouvait être prorogé par tacite reconduction pour des durées de deux ans chacune. Si FFP disparaissait ou passait en dessous des 2% du capital le pacte était dissout. Les titres de FFP étaient inaliénables pendant deux ans. Les actionnaires familiaux et FFP disposaient d'un droit de préemption réciproque, visant expressément l'hypothèse d'une offre publique mais aussi aménagé pour tenir compte des circonstances familiales (successions,...). Un droit de sortie conjointe pour FFP si les actionnaires familiaux venaient à se retrouver en dessous des 10% du capital et, réciproquement, un droit de cession forcée pour les actionnaires familiaux s'ils souhaitaient passer sous les 10%. Il existait des engagements de vote visant à protéger FFP en cas d'augmentation de capital de la société et pour la nomination des membres du conseil de surveillance. Enfin, le pacte prévoit le plafonnement des participations. Sauf préemption, la participation de FFP ne pourra dépasser les 5.5% du capital. En outre, la participation des parties ne devra pas dépasser les 33.2% (seuil de déclenchement des OPA obligatoires à l'époque). La vie avec un pacte d'actionnaires n'est cependant pas facile. En décembre 2010, FFP est ainsi sortie de ce pacte

---

<sup>1520</sup> Martine Orange, Ces messieurs de Lazard, Albin Michel.

<sup>1521</sup> Nestlé se penche sur le dossier l'Oréal, Les Echos, 25 août 2010.

<sup>1522</sup> Florentin Collomp, Nestlé "réfléchit" à sa stratégie sur l'Oréal, Le Figaro économie, 25 août 2010. Il est remarquable de noter que ce pacte existe toujours et a pour l'instant permis à la société de conserver son indépendance vis-à-vis du groupe Nestlé mais aussi d'être toujours contrôlée par la même famille, qui apparaît toujours comme étant la famille de référence dans la société.

<sup>1523</sup> Bulletin officiel de l'AMF n°156, 29 décembre 2006.

déclenchant, chez Safran, un intérêt certain, et médiatiquement marqué<sup>1524</sup>, pour Zodiac. Les familles ont ainsi dû renégocier entre elles un nouveau pacte d'actionnaires, comprenant sensiblement les mêmes clauses - notamment une convention d'incessibilité<sup>1525</sup> portant sur 26.8% des actions et 36.2% des droits de vote de la société et valable jusqu'au 26 avril 2012. La société a saisi l'occasion de cette publication pour informer le marché que des actionnaires avaient conforté la société dans sa stratégie d'indépendance, représentant 29.5% du capital et 40.5% des droits de vote. Le marché actant immédiatement l'impossibilité de réalisation d'une offre hostile<sup>1526</sup>.

#### b. Le recours à l'ingénierie sociétaire.

**509. L'aspect dissuasif de la société en commandite par actions.** Un premier choix peut être d'avoir recours à l'une des plus anciennes formes de sociétés créées en France, c'est-à-dire la société en commandite par actions. Elle « *est constituée entre un ou plusieurs commandités, qui ont la qualité de commerçant et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales, et des commanditaires, qui ont la qualité d'actionnaires et ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports* »<sup>1527</sup>. On a ainsi à faire à une véritable séparation entre le capital et le pouvoir, au sein d'une société cotée, étant donné que seuls les commandités exerceront le pouvoir de gestion de la société. Ainsi, même s'il réussit une OPA, l'initiateur de l'offre contrôlera le capital de la société, pourra contrôler son conseil de surveillance mais ne pourra être commandité et donc contrôler réellement la société. Les commandités sont en effet les seuls à pouvoir assurer la gestion courante de la société en tant que gérants (ceux-ci pouvant aussi être des tiers) et « *Le gérant, associé ou non, est révoqué dans les conditions prévues par les statuts* »<sup>1528</sup>, la société devra ainsi prévoir des conditions drastiques de révocation des commandités pour geler cette situation. Si son offre réussit, le nouveau propriétaire sera dans l'impossibilité d'exercer un contrôle quelconque sur la société, ni de révoquer les gérants commandités. Il est donc vraisemblable qu'un tiers ne se lance pas dans l'aventure aux vues des risques d'exécution de l'opération. Cette structure présente aussi un aspect dissuasif contre les fonds activistes, certains ayant tenté en vain de la faire

---

<sup>1524</sup> Mathilde Golla, Safran envisage une OPA hostile sur Zodiac, Le Figaro économie, 17 novembre 2010.

<sup>1525</sup> Communiqué de Presse de Zodiac Aerospace, 17 septembre 2010.

<sup>1526</sup> La tribune, Bataille boursière entre Safran et Zodiac, 20 septembre 2010.

<sup>1527</sup> L.226-1 C. com.

<sup>1528</sup> Article L.226-2 C. com.

disparaître<sup>1529</sup>. De plus, il ne pourra non plus dissoudre ou transformer la société une fois conquise étant donné que « *La transformation de la société en commandite par actions en société anonyme ou en société à responsabilité limitée est décidée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, avec l'accord de la majorité des associés commandités* »<sup>1530</sup>. Preuve de son efficacité, de nombreuses entreprises françaises, pouvant être la cible d'OPA ou souhaitant s'assurer leur indépendance à long terme ont adopté cette forme sociale. On citera : Michelin, Hermès<sup>1531</sup>, Lagardère, Eurodisney, Bonduelle,...

**510. La restructuration du capital pour créer un noyau dur.** Une autre manœuvre est de recourir à un holding non coté pour contrôler et sanctuariser une partie du capital de la société. Pour cela il faudra préalablement réunir un nombre important d'actionnaires qui seront prêts à renoncer à leur possibilité de céder leurs actions librement pour ne plus recevoir que les dividendes. Le cas idéal est celui d'une société détenue par une famille, cette dernière se réunissant dans un tel holding afin d'éviter la dispersion des parts entre les différentes générations et pour garantir l'indépendance de la société. Ainsi, pour contrer la prise de participation à hauteur de 20% de LVMH dans le capital d'Hermès, les familles actionnaires de cette dernière société ont cherché à créer un holding commun non coté détenant plus de 50% du capital de la société pour s'assurer qu'en cas d'offre publique, aucun membre de la famille n'apporterait ses titres à LVMH<sup>1532</sup>. Il est intéressant de noter que la société était pourtant constituée sous la forme d'une société en commandite par actions, mettant ainsi en lumière le fait que la famille craignait que cette seule forme sociétaire ne suffise pas à dissuader et éventuellement contrer une offre non sollicitée. Le montage consiste à créer une société *ad hoc* à laquelle les actionnaires partie à l'opération apporteront leurs titres (sous la forme d'un apport en nature) et recevront en échange des titres de la nouvelle entité. Les actionnaires pourront en théorie choisir toute forme de société ; même si la société par actions simplifiée correspond parfaitement à ce type d'opération du fait de l'efficacité de ses clauses statutaires pour contrôler les changements au sein de son capital<sup>1533</sup>. C'est d'ailleurs cette forme sociétaire qui a été retenue par les familles actionnaires d'Hermès<sup>1534</sup>. Cet exemple est particulièrement intéressant étant donné que les actionnaires ont démontré un concert pour bénéficier de la dérogation à devoir lancer une offre publique de retrait suite à la création du

---

<sup>1529</sup> Voir notamment l'échec de la campagne activiste de Guy Wyser-Pratt sur Lagardère: Anne Feitz, Les actionnaires de Lagardère bloquent l'offensive de Wyser-Pratt, Les Echos, 28 avril 2010.

<sup>1530</sup> Article L.226-14 C. com.

<sup>1531</sup> Alain Couret, "Hermès" reclassé, Bull. Joly Sociétés, 2001, n°3, p.201.

<sup>1532</sup> Le Figaro économie, 5 décembre 2010.

<sup>1533</sup> L.227-13 à L.227-19 C. com.

<sup>1534</sup> La défense d'Hermès est suspendue à la décision de l'AMF, l'AGEFI, Bruno de Roulhac, 7 décembre 2010.

*holding*, cependant ils ne l'avaient pas déclaré auparavant ce qui aurait normalement été un motif pour les priver de droits de vote. L'AMF a cependant jugé que les titres étaient maintenant la propriété du holding et que la sanction ne pouvait être transmise à ce dernier<sup>1535</sup>. Comme nous l'avons déjà relevé précédemment, cela permettra à la société de retenir les titres à protéger au sein de ce que l'on pourrait qualifier de « prison dorée », en s'assurant que l'agresseur n'en prenne pas le contrôle. Les titres seront donc placés dans une SAS comportant une clause d'agrément<sup>1536</sup>, une clause d'exclusion<sup>1537</sup> et une clause de changement de contrôle<sup>1538</sup>. Dans tous les cas de figure, il faudra que les rédacteurs de ces clauses prennent soin d'inclure les sociétés pouvant contrôler une société actionnaire pour éviter qu'un intrus prenne le contrôle du holding. Eventuellement on pourra aussi prévoir une clause d'inaliénabilité<sup>1539</sup>. Cependant, le montage ne sera pas évident à réaliser. Pour des raisons fiscales, il faudra que les familles puissent céder une partie de leurs actions afin de payer certains impôts et même pour de pures raisons patrimoniales et personnelles. Pour sécuriser son capital une société peut aussi mettre en place des participations réciproques directes, la limite tient à ce qu'aucune des deux sociétés ne détienne plus de 10% du capital de l'autre société.

**511.** Dans un groupe de sociétés, une alternative sera de créer des participations circulaires avec les filiales. La filiale du groupe acquerra des titres de la grand-mère, seules les participations croisées étant prohibées, dans les limites précédemment étudiées<sup>1540</sup>. Plus simplement, la société cible pourra sécuriser une partie de son capital en recourant à l'autocontrôle. Elle pourra elle-même racheter ses titres, dans la limite de 10%, et les détenir sans les annuler par la suite. Même si ces actions auto-détenues sont privées de droit de vote et ne donnent pas droit au dividende<sup>1541</sup>, ce sera déjà toute une partie du capital qui ne pourra être apportée à une offre ou acquise par un fonds.

---

<sup>1535</sup> AMF, décision n°211C2288, Hermès International du 21 décembre 2011 ; Antoine Gaudemet, Absence de transmission de la sanction du défaut de déclaration au cessionnaire des actions non déclarées, RD bancaire et fin., septembre-octobre 2012, n°171, p.53.

<sup>1536</sup> Article L.227-14 C. com.

<sup>1537</sup> Article L.227-16 C. com.

<sup>1538</sup> Article L.227-17 C. com.

<sup>1539</sup> Article L.227-13 C. com.

<sup>1540</sup> Article L.233-29 C. com.

<sup>1541</sup> Article L.225-111 et L.225-210 C. com.

## **B. Un outil efficace pour contrer les arbitragistes.**

**512.** Ces techniques de sanctuarisation de l'actionnariat de la société présentent des limites qui sont propres à chacune d'entre elles. Aucune mesure n'apparaît clairement comme étant sans contrainte et donc pleinement efficace (1). L'ensemble de ces techniques juridiques présentent néanmoins une stratégie efficace pour contrer un actionnaire arbitragiste. Elles offrent aux sociétés une palette de solutions cohérentes pour peu qu'elles bénéficient d'actionnaires de référence (2).

### **1. Les limites spécifiques à certaines opérations.**

**513.** Ces opérations présentent des limites, que ce soit les pactes d'actionnaires (a) ou l'utilisation de montages sociétaux (b), mais conservent globalement une très grande efficacité.

#### **a. Les limites des pactes d'actionnaires.**

**514. La question de l'efficacité de ces conventions en droit des sociétés<sup>1542</sup>.** Paradoxalement, malgré l'importance de ces conventions dans la vie économique et la compétition internationale entre les systèmes juridiques, la question de l'efficacité des pactes d'actionnaires reste entourée d'une incertitude jurisprudentielle dommageable<sup>1543</sup>. Toute la question est de savoir si, en cas de violation du pacte une exécution forcée de ce dernier pourrait avoir lieu. La menace vient du droit civil. Dans une affaire de promesse de vente immobilière, la troisième chambre civile jugea que l'exécution forcée n'était pas possible en cas de rétractation par le promettant avant la levée de l'option par le bénéficiaire<sup>1544</sup>. La sanction était alors des dommages et intérêts. Dès lors, un associé pourrait parfaitement

---

<sup>1542</sup> Cette question a été largement traitée par la doctrine. Didier Martin et Guillaume Buge, Propos introductifs, Bull. Joly Sociétés, Juillet 2011, n°7, p.614.

<sup>1543</sup> Pour une synthèse de la question : D. Martin et G. Buge, L'effectivité des clauses relatives au transfert de titres, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juillet 2011, n°7, p.617. Cette question ne se limite d'ailleurs pas à leur exécution, voir par exemple : CA Paris, P.1, ch.3, 8 nov. 2011, n°11/16066, Binier C/ SAS Médéric innovation ; A. Couret et B. Dondero, La difficile exécution forcée des pactes d'actionnaires, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> mars 2012, n°3, p.209.

<sup>1544</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 15 déc. 1993, n°91-10199.

vendre ses titres à l'initiateur de l'offre sans que l'autre partie au pacte d'actionnaires puisse s'y opposer. Cet arrêt ne fût que le commencement d'une vaste et dommageable saga jurisprudentielle. La troisième chambre civile réaffirma sa position de principe selon laquelle le principe était l'exécution en équivalence, et non en nature, de toute obligation de faire<sup>1545</sup>. Dans une affaire de pacte d'actionnaires, la Cour de Paris se démarqua de cette position<sup>1546</sup>; avant de revenir dans le sillage de la jurisprudence dictée par la haute juridiction<sup>1547</sup>. Comme le relèvent Didier Martin et Guillaume Buge<sup>1548</sup>, une lueur d'espoir semble apparaître avec la stipulation contractuelle de l'exécution forcée. Tout d'abord, en l'absence d'une telle stipulation contractuelle, la jurisprudence reste pour le moins imprévisible. Elle était généralement hostile à toute idée de substitution<sup>1549</sup>. Elle s'y montra ensuite plus favorable, sous certaines conditions<sup>1550</sup>. Même si la doctrine craignit que les conditions de mise en œuvre de l'exécution forcée soit trop restrictive<sup>1551</sup>, les juges réussirent à mettre en œuvre cette obligation<sup>1552</sup>. Cependant, une fois encore, la troisième chambre civile, vint remettre en cause l'efficacité de ce mécanisme en refusant de transposer cette jurisprudence aux promesses unilatérales de vente<sup>1553</sup>.

Sur cette question, nous ne pouvons qu'approuver la doctrine « *A dire vrai – et au-delà des arguments précités de droit civil stricto sensu qui conduisent à regretter cette jurisprudence -, distinguer, du point de vue de l'exécution, le pacte de préférence et la promesse unilatérale de vente ne présente pas de sens et un principe général d'une exécution forcée de ces engagements devrait être clairement affirmé* »<sup>1554</sup>. On relèvera aussi que la

---

<sup>1545</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Cass. 3<sup>ème</sup> civ, 26 juin 1996, n°94-16326 : Bull. Civ. 1996, III, n°165.

<sup>1546</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Elle affirma que cet article 1142 C. civ. n'interdisait « *pas de recourir à l'exécution forcée lorsque, comme en l'espèce, aucune impossibilité matérielle, juridique ni morale ne lui fait obstacle, le débiteur de l'obligation était demeuré propriétaire des titres* ». CA Paris, 21 déc. 2001, N°2001/09384.

<sup>1547</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* CA Paris, 12 avril 2002, Juris-Data n°2002-175601.

<sup>1548</sup> D. Martin et G. Buge, L'effectivité des clauses relatives au transfert de titres, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juillet 2011, n°7, p.617.

<sup>1549</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Cass. Com., 27 mai 1986 : Bull. Joly Sociétés. 1986, p.687, n°198.

<sup>1550</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Cass. Ch. Mixte., 26 mai 2006, n°03-19376. Elle jugea que « *si le bénéficiaire d'un pacte de préférence est en droit d'exiger l'annulation du contrat passé avec un tiers en méconnaissance de ses droits et d'obtenir sa substitution à l'acquéreur, c'est à la condition que ce tiers ait eu connaissance, lorsqu'il a contracté, de l'existence du pacte de préférence et de l'intention du bénéficiaire de s'en prévaloir* ».

<sup>1551</sup> D. Martin et G. Buge, L'effectivité des clauses relatives au transfert de titres, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juillet 2011, n°7, p.617.

<sup>1552</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Cass 3<sup>ème</sup> Civ., 14 févr. 2007, n°05-21824.

<sup>1553</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Cass. 3<sup>ème</sup> civ, 11 mai 2011, n°10-12875 ; « *La levée de l'option par le bénéficiaire de la promesse postérieurement à la rétractation du promettant excluant toute rencontre des volontés réciproques de vendre et d'acquérir, la réalisation forcée de la vente ne peut être ordonnée* ».

<sup>1554</sup> D. Martin et G. Buge, L'effectivité des clauses relatives au transfert de titres, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juillet 2011, n°7, p.617.

jurisprudence semble tendre de plus en plus vers la reconnaissance de l'exécution forcée<sup>1555</sup>, même si la frontière reste particulièrement floue<sup>1556</sup>. A l'heure actuelle, il semble néanmoins possible de s'assurer de l'exécution en nature des engagements présents dans un pacte d'actionnaires<sup>1557</sup>. L'exécution en nature doit cependant être clairement stipulée dans le contrat<sup>1558</sup>. En l'absence d'une réforme du droit des obligations assurant aux parties l'exécution forcée, nous nous rangerons à l'avis des auteurs précités qui estiment que l'utilisation de la fiducie semble être un moyen opportun d'assurer l'exécution forcée des engagements pris dans le pacte<sup>1559</sup>. Le pacte d'actionnaires apparaît donc comme l'une des mesures de défense anti-OPA les plus efficaces mais les parties devront prendre soin de sa rédaction, au risque de le voir priver de tout effet.

#### **515. La question de l'efficacité de ces conventions en période d'offre publique.**

Nous relèverons aussi qu'un pacte d'actionnaires, pour être valable, doit respecter le principe de loyauté (l'un des principes généraux des offres publiques) et ne doit donc pas conférer un avantage déterminant à l'émetteur de l'offre<sup>1560</sup>. Cette question peut être problématique si l'une des parties au pacte souhaite jouer le rôle de chevalier blanc. Le législateur européen a aussi cherché à neutraliser ces pactes d'actionnaires, mais la France a préféré donner l'option à ses entreprises d'intégrer les restrictions dans leurs statuts, ou non<sup>1561</sup>. Si la société le prévoit, les statuts pourront rendre inopposables les clauses d'inaliénabilité du pacte à l'auteur de l'offre. Ils pourront aussi rendre inopposable à l'émetteur de l'offre tout ce qui viendrait restreindre les droits de vote des associés. Il serait néanmoins original qu'une entreprise, dont

---

<sup>1555</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* « *L'inexécution d'un pacte d'actionnaire constitue un trouble manifestement illicite dont la cessation peut être demandée en référé. Il peut être fait injonction à la partie défaillante d'exécuter ses obligations contractuelles* ». CA Paris, P.1, Ch. 3, 14 février 2012, n°11/14683, H. et SCI Alphonse de Poitiers c. C. et SAS IECH.

<sup>1556</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* « *La cession forcée d'actions acquises en violation d'une obligation de ne pas faire au créancier de l'obligation inexécutée viole le principe de la réparation intégrale du préjudice, ensemble l'article 1143 du code civil* », Cass. Com. 24 mai 2011, n°10-24.869, Sté Véolia Propreté c. Sté Esterra, D.2011, 1556, obs X. Delpech ; A. Gaudemet, *Rev. Soc.*, 2011, p.482.

<sup>1557</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* La troisième chambre civile de la Cour de Cassation affirmant que « *les parties à une promesse unilatérale de vente étaient libres de convenir que le défaut d'exécution par le promettant de son engagement de vendre pouvait se résoudre en nature par la constatation judiciaire de la vente* » : Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 27 mars 2008, n°07-11721.

<sup>1558</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* JF Louit et V. Lacarelle, Remarques sur l'efficacité des pactes d'actionnaires, RTDF 2008/2, p.65.

<sup>1559</sup> D. Martin et G. Buge, L'effectivité des clauses relatives au transfert de titres, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juillet 2011, n°7, p.617 : « *L'intérêt de l'utilisation de la fiducie est évident : l'efficacité des pactes d'associés s'en trouverait renforcée, puisqu'un tiers serait seul – et donc indépendamment de chaque actionnaire – chargé d'apprécier sur les conditions des engagements stipulés dans leur accord sont remplies et, ensuite, de procéder à leur mise en œuvre* ».

<sup>1560</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Article 231-3 RGAMF et Cour d'Appel de Paris, Balland, 27 octobre 1993 ; JCP E 1993, II, 457 ; Rapport de la COB 1996, p.114.

<sup>1561</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.* Voir préc. Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 et l'Article 11 de la Treizième directive relative aux sociétés.

deux actionnaires négocient et concluent un contrat pour garantir son indépendance... adopte dans ses statuts des dispositions neutralisant ce contrat. Un actionnaire souhaitant modifier cette situation devrait néanmoins réunir une majorité des deux tiers des voix<sup>1562</sup> sans pouvoir compter sur les actionnaires liés par le pacte.

**516.** En théorie, le pacte d'actionnaires présente donc un moyen très efficace, lorsque deux actionnaires de référence sont présents, pour dissuader le lancement d'une offre donc éviter l'intervention de fonds arbitragistes. Si un arbitragiste s'aperçoit qu'une grande partie (20, 30 ou même 40%) du capital est sécurisée et que ses actionnaires n'apporteront pas leurs titres à l'offre, il y a relativement peu de chance qu'il cherche à prendre position au capital. Un pacte d'actionnaires correctement négocié sera à la fois assez dissuasif pour empêcher le lancement d'une offre et dissuader les actionnaires de court-terme. Une question se pose néanmoins quant à l'influence du droit spécifique des offres publiques sur les pactes d'actionnaires<sup>1563</sup>. Tout d'abord, en cas de cession en violation d'une stipulation du pacte on peut se demander si la jurisprudence relative aux pactes de préférence trouvera à s'appliquer. Si la cession intervient par le biais d'un Prestataire de Services d'Investissement (PSI) l'acquéreur n'aura connaissance ni du vendeur, ni de ses engagements<sup>1564</sup>. La question sera différente en cas de cession de gré à gré, auquel cas l'annulation de la vente sera envisageable<sup>1565</sup>. Ensuite, dans le cadre spécifique des offres publiques, la question se pose différemment du fait de la législation applicable. On peut ainsi penser au principe de liberté des offres et des surenchères<sup>1566</sup>. Il n'est cependant pas possible de priver les pactes d'actionnaires d'efficacité à la vue de ce seul principe<sup>1567</sup>. Le juge appréciera en effet in concreto les clauses présentes dans ces pactes. La conclusion étant que « *En d'autres termes, sauf raison spécifique, l'exécution d'un pacte en période d'offre demeure possible, un contentieux pouvant toutefois naître sur l'éventuel déséquilibre que cet accord créerait dans la compétition entre offrants* »<sup>1568</sup>. Une question non résolue en jurisprudence tient à l'efficacité de l'exécution des pactes d'actionnaires en cours d'offre. Le cas visé est celui d'une partie apportant ses titres à l'offre en violation de ses engagements contractuels. Tout

---

<sup>1562</sup> Article L.225-96 alinéa 4 C. com.

<sup>1563</sup> D. Martin et G. Buge, L'exécution des pactes sur les marchés, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juillet 201, n°7, p.636. Sur la question des pactes sur les marchés, ces auteurs renvoient à : JJ Daigre, F. Basdevant et D. Bompont, Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées : Dr. Sociétés, Actes prat. Juill. 2002, p.5 et s. ; D. Ohl, Pactes et sociétés cotées : étude de certains effets perturbateurs du droit boursier sur le droit des contrats.

<sup>1564</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.*

<sup>1565</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.*

<sup>1566</sup> JM Darrois et MN Dompé, Le contentieux en matière d'offre publique, in Les offres publiques d'achat, p.49.

<sup>1567</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.*; JM Darrois et MN Dompé, Le contentieux en matière d'offre publique, in Les offres publiques d'achat, p.49.

<sup>1568</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid.*

peut aussi laisser croire que la jurisprudence interviendrait après un long délai tenant au jugement de l'affaire. La question pourrait néanmoins être résolue avec l'utilisation du pouvoir d'injonction de l'AMF<sup>1569</sup>. In fine, on peut conclure qu'une clarification générale pourrait être souhaitable sur cette question. A l'heure actuelle, rien ne permet d'affirmer qu'un pacte d'actionnaires ne serait pas efficace en cas d'offre publique. On peut donc conclure qu'ils gardent leur pleine efficacité en terme de dissuasion, tant à l'égard d'un initiateur potentiel qu'envers des fonds activistes.

#### b. Les limites au recours à l'ingénierie sociétaire.

**517. Les limites de la société en commandite par actions.** La société en commandite par actions comprend des inconvénients. Premièrement, il faudra penser au dispositif avant d'introduire la société en bourse étant donné que transformer une société anonyme cotée en SCA présente un inconvénient notable et extrêmement dissuasif. Cette forme de société venant fortement réduire les risques d'OPA elle pénalisera forcément l'ensemble des actionnaires préalablement présents dans la société. Ainsi, les actionnaires contrôlant la société qu'ils veulent transformer en commandite par actions cotée seront dans l'obligation de déposer une offre publique de retrait visant les titres des autres actionnaires<sup>1570</sup>. Cette OPR ne devra pas comporter de condition pouvant conduire à ce qu'elle soit déclarée non conforme par l'AMF. La mise en place de cette défense dans une société cotée induira donc un coût très important pour les actionnaires en place. Ensuite, la constitution en SCA ne sera pas forcément un rempart à toute épreuve si un agresseur s'empare du contrôle de la société<sup>1571</sup>. Il détiendra en effet à la fois le contrôle de l'assemblée générale (qui peut notamment refuser l'approbation des comptes de la société) et du conseil de surveillance (qui peut exercer un contrôle permanent sur la gestion du gérant commandité). Il pourra paralyser le fonctionnement de la société, sans risquer une action en abus de majorité s'il a préalablement pris la précaution de faire une offre publique de retrait obligatoire. Ensuite, il pourra demander la nomination d'un administrateur provisoire<sup>1572</sup> en invoquant l'impossibilité de

---

<sup>1569</sup> D. Martin et G. Buge, *Ibid* ; Voir notamment : A Mignon-Colombet, L'exécution forcée en droit des sociétés, *Economica*, 2004, n°64.

<sup>1570</sup> Article 236-5 RGAMF et ANSA, 2006-V, Défenses anti-OPA: le nouveau régime.

<sup>1571</sup> Renaud Salomon, Les défenses anti-OPA, *Jurisclasseur Sociétés*, Fasc 2132.

<sup>1572</sup> Renaud Salomon, *Ibid*. L'administrateur provisoire est une création prétorienne initiée par Chambre Civile. Voir notamment: R. Contin, l'arrêt Fruehauf, et l'évolution du droit des sociétés, *D.1968*, *Chno.45* ; Rép. Sociétés Dalloz, Administrateur provisoire, Benoît Lecourt, octobre 2010 ; G. Bolard, Administration provisoire et mandat ad hoc: du fait au droit, *JCP E 1995 I 509* ; J Cavallini, Le juge des référés et les mandataires de

gérer la société. Il est cependant probable que, même si cette demande a déjà été accueillie<sup>1573</sup>, le juge pourra refuser la nomination d'un tel administrateur en relevant que, même si l'intérêt social est menacé, c'est bien le commanditaire qui gêne le fonctionnement normal de la société. Autrement, pour révoquer le gérant, il pourra invoquer de justes motifs pour obtenir sa révocation par le juge judiciaire<sup>1574</sup>. En dernier recours, l'assaillant pourra obtenir la dissolution de la société, récupérant ainsi l'ensemble de son actif et de son passif<sup>1575</sup>. En effet, il a déjà été jugé que « *considérant que la structure de la SCA a pour effet de rendre irréversible une situation qui ne peut perdurer sans mettre en péril les intérêts de la société ; que l'existence d'un unique commandité, assurant les fonctions de gérant, rend vaine toute recherche de solution ainsi que le démontre l'échec de la tentative de médiation ; que le blocage ainsi créé caractérise, au-delà, la paralysie du fonctionnement de la société au sens du 5° de l'article 1844-7 du Code civil* »<sup>1576</sup>. Cependant, il n'est pas certain que beaucoup d'investisseurs aient le temps de mener une telle guerre de tranchée, forcément aléatoire étant donné qu'il faudra à minima attendre une année et l'écoulement d'un exercice social pour que le blocage soit reconnu comme existant. En ce qui concerne les actionnaires arbitragistes, la mise en place d'une telle mesure de protection pourra les dissuader d'investir dans la société. Le caractère aléatoire de la réussite de la prise de contrôle peut leur faire craindre qu'aucun investisseur ne souhaite se lancer dans une telle opération.

#### **518. Les limites de la constitution d'un holding avec les principaux actionnaires.**

Il existe aussi des limites spécifiques à un tel montage. Il nous semble ainsi probable qu'endetter trop fortement une filiale pour qu'elle acquiert des titres de la société mère et sécurise une partie de son capital, alors qu'elle sera très difficilement en mesure de rembourser les sommes dûes puisse constituer un abus de biens sociaux<sup>1577</sup>. En effet, et au regard de la jurisprudence particulièrement stricte<sup>1578</sup>, le dirigeant réaliserait une opération contraire à l'intérêt social et dans son intérêt personnel. La mauvaise foi étant présumée du

---

justice dans les sociétés in bonis, Rev. Soc., 1998, p.247 ; J Mestre, Réflexions sur les pouvoirs du juge dans la vie des sociétés, RJ Com.1985.81.

<sup>1573</sup> Renaud Salomon, *Ibid.* T. com. Paris, 25 novembre 1993, ch 3

<sup>1574</sup> Article L.226-2 alinéa 4 C. com: "*Le gérant est révocable par le tribunal de commerce pour cause légitime, à la demande de tout associé ou de la société. Toute clause contraire est réputée non écrite*". Adom, Révocation des dirigeants de sociétés commerciales, Rev. Soc., 1998.488.

<sup>1575</sup> Article 1844-7 alinéa 5 C. civ.

<sup>1576</sup> Renaud Salomon, *Ibid.* Voir ainsi : T. com. Paris, 25 novembre 1993, ch 3 ; CA Paris, 8 juillet 1994, 3<sup>ème</sup> chambre ; P. Le Cannu, Bull. Joly Sociétés 1994, p.1093.

<sup>1577</sup> Article L.242-6 du Code de commerce. On peut notamment penser à la jurisprudence en matière de LBO: Jean-Pierre Bertrel, Les pactes entre la holding de reprise et la cible dans un LBO, dr. et patr., 2009, 186, p.80-89.

<sup>1578</sup> Cette jurisprudence est d'ailleurs généralement critiquée par la doctrine: Bouloc, Dévoiement de l'abus de biens sociaux, RJ.Com. 1995.301 ; Brouillaud, Faut-il supprimer la notion d'intérêt personnel dans la définition de l'abus de biens sociaux, D.2008 Chron. 375.

fait de la contrariété de l'acte à l'intérêt social. De même, le fait de plaider l'intérêt du groupe<sup>1579</sup> semble être assez limité étant donné que, par définition, la société qui viendra sécuriser le capital d'une autre en s'endettant ne recevra pas de compensation financière pour compenser l'endettement. Il sera aussi compliqué de prouver l'existence d'une politique de groupe car on peut estimer qu'un groupe de sociétés ne peut développer une politique dans le seul but de garantir son indépendance.

**519.** Ensuite, la constitution d'un holding n'est pas forcément si facile à mettre en place que cela. Tout d'abord il n'est pas certain que l'ensemble des actionnaires acceptent d'apporter leurs titres au holding. Ainsi, dans le processus de constitution du holding non coté d'Hermès, l'un des actionnaires familiaux a publiquement annoncé qu'il refusait d'apporter ses titres à cette entité, préférant même une coopération avec LVMH<sup>1580</sup>. En cas d'échec, cela reviendrait à dire que les actionnaires sont, à contrario, prêts à étudier sérieusement une offre qui leur serait faite et pourraient anticiper la chute de la société. Ensuite, il faudra s'entendre sur le nombre de titres qui seront apportés à la société holding et au régime qu'il conviendra de leur apporter. En effet, certains actionnaires pourront souhaiter conserver une partie de leurs titres en propre pour plusieurs raisons. Il peut tout d'abord y avoir des nécessités de cessions pour des besoins patrimoniaux. Par ailleurs, placer les titres dans un holding prive les actionnaires du droit de s'exprimer et de voter à l'assemblée générale de la société contrôlée et ils risquent de se faire imposer des choix stratégiques par les autres actionnaires du holding. Lors de la constitution d'une telle structure il faudra donc veiller à ce que chacun des actionnaires puisse arriver à ses fins, tout en veillant, parallèlement, à ce que 50% du capital soit verrouillé à minima. Par ailleurs, il faut aussi noter que généralement tous les actionnaires ne possèdent pas les mêmes titres, certains pourront avoir des actions à dividende prioritaire tandis que d'autres auront un droit de vote double ou autre. Dans ce cas il faudra donc veiller à ce que chacun retrouve ses intérêts financiers dans l'opération. Enfin, la société holding présente un caractère généralement peu attrayant pour les actionnaires étant donné qu'une partie des dividendes qui pourraient être versés seront en partie mis de côté pour racheter les titres d'un actionnaire vendeur suite à un défaut d'agrément. Malgré cela la constitution d'une société holding reste un moyen très efficace de dissuader, puis éventuellement de contrer, une OPA, même si des arbitragistes sont présents au capital, étant donné qu'une partie significative (voire la majorité) du capital sera placée dans une structure inatteignable par

---

<sup>1579</sup> Cass. Crim., Rozemblum, 4 septembre 1996. L'abus de biens sociaux peut être justifié dans un groupe de sociétés si trois éléments sont établis : l'existence d'un groupe de sociétés ; que le concours est réalisé dans l'intérêt du groupe ; que la société victime a bien perçue des contreparties.

<sup>1580</sup> Hermès, le front familial face à LVMH se fissure, Challenges, 14 mars 2011.

l'initiateur de l'offre. L'efficacité de cette mesure dépendra surtout de la manière dont elle pourra être mise en œuvre et si cette mise en œuvre montre d'éventuels signes de faiblesses au sein des principaux actionnaires. Cependant, une fois la structure mise sur pied la société sera pratiquement à l'abri de toute prise de contrôle.

## **2. Une stratégie efficace contre les actionnaires arbitragistes.**

**520.** Ces mesures de contrôle du capital présentent certaines limites, tant économiques que juridiques, (a), mais restent globalement extrêmement efficaces pour dissuader un actionnaire de court-terme de s'immiscer dans une offre publique éventuellement lancée sur la société (b), principalement car ce fonds ne peut rien contre les actionnaires.

### **a. Les limites économiques.**

**521. La pénalisation du cours de bourse.** La première limite à l'adoption de ce type de mesures sera la pénalisation du cours engendrée par leur adoption. Il est logique que l'ensemble des investisseurs ayant pris une participation dans la société en raison de sa situation dite « spéciale » ne voient plus d'intérêt à leur investissement et choisissent de quitter le capital de la société. Cette conséquence est admise et vérifiée en pratique, notamment avec l'exemple précédent de la société Zodiac<sup>1581</sup>. Cette pénalisation peut avoir un effet négatif étant donné que si le marché a le sentiment que le capital est faiblement verrouillé et que le flottant reste très important, alors la société pourra apparaître plus facilement opérable. Il faut aussi que cette perte de valorisation soit acceptée par les actionnaires, il n'est en effet pas certain que les actionnaires de la société tolèrent longtemps de voir leurs participations dévalorisées dans le seul but de garder l'indépendance de cette dernière. Cela peut conduire à une fronde des actionnaires minoritaires qui pourra être

---

<sup>1581</sup> Zodiac : Safran jette l'éponge et fait chuter le titre, la tribune.fr, 19 novembre 2010. Suite à l'annonce de la conclusion du pacte d'actionnaires, la société Safran a été conduite à renoncer à son projet d'OPA rendu extrêmement hasardeux. Le jour même, la capitalisation boursière de la société a chuté de 6%. Même si la valorisation s'est rétablie par la suite, elle est restée extrêmement volatile et n'est revenue au niveau initial qu'aujourd'hui (Cours de bourse à la clôture le 31 mars 2011). Cette annonce a surtout stoppé net la progression de la valorisation de l'entreprise, qui avait pourtant plus que doublé en un an.

facilement circonscrit par le noyau dur qui se sera constitué et qui maîtrisera le vote en assemblée générale.

**522. La composition du capital de la société.** L'efficacité de la sanctuarisation de l'actionnariat dépendra cependant principalement de cette composition. Il faudra que les actionnaires soient assez soucieux de l'indépendance de la société pour aliéner leurs titres et se priver de la potentielle plus-value qui pourrait être réalisée au moment de l'offre. On peut ainsi identifier trois grandes catégories d'actionnaires pouvant rentrer dans cette catégorie. Les actionnaires familiaux, généralement les descendants du fondateur. Ces actionnaires auront un réel attachement à la société et à son indépendance et feront tout pour protéger cette dernière. La société aura été introduite en bourse pour financer son développement<sup>1582</sup> mais la famille sera généralement restée présente au capital avec un niveau de participation important et sera en mesure de présider aux destins de la société. Cette situation se retrouve dans plusieurs sociétés comme Hermès et Zodiac, mais aussi l'Oréal ou encore Bouygues. Il s'agira d'actionnaires industriels avec un projet de développement dans le secteur de la société. La prise d'une participation dans la société sera déterminée par une volonté de prendre pied dans un nouveau secteur, la visée sera ainsi purement industrielle et non financière. On peut ainsi citer l'exemple de Bouygues qui a racheté les 30% de l'Etat dans Alstom pour tirer des synergies avec cette dernière société. Enfin, les fonds souverains seront aussi généralement attachés à une stratégie actionnariale de long terme et pourront venir participer efficacement à cette sanctuarisation du capital<sup>1583</sup>. Relevons que de récents développements<sup>1584</sup> viennent prouver que les fonds souverains ne soutiendront cependant pas n'importe quelle opération.

**523.** En dehors de ces trois catégories, on trouve peu d'investisseurs qui seront prêts à accepter un tel sacrifice. De surcroît, la majorité du capital des sociétés cotées est aujourd'hui détenue par des gestionnaires de fonds, qui seront opposés à rentrer dans de tels montages étant donné qu'ils doivent conserver leur capacité d'arbitrage pour pouvoir allouer au mieux les actifs qui leur sont confiés. La dispersion de l'actionnariat est donc la principale entrave à l'efficacité de la mesure. Ce sera d'ailleurs une entrave réelle étant donné que peu

---

<sup>1582</sup> Sur l'évolution historique, voir: Gower and Davies, Principles of modern company law, 15-10, Eight edition, Paul L. Davies, Sweet & Maxwell.

<sup>1583</sup> Ces fonds font cependant l'objet de débats quant à la nécessité de les réglementer: Jean-François Biard, Fonds souverains, RD bancaire et fin., n°4, juillet 2008, comm. 124; Voir aussi: MINEFE, Communiqué du 22 mai 2008, Rapport sur les fonds souverains, JCP E 2008, 276 ; MEDEF, Position sur les fonds souverains, Commission économique et commission internationale, mai 2008.

<sup>1584</sup> Didier Julienne, Qatar, Glencore-Xsatra : fusion sous pression, Blog Market-Makers, Lesechos.fr, 27 juin 2012. Le fonds souverain du Qatar obligea en effet à une revalorisation de l'offre pour que cette dernière eu lieu, Glencore relève son offre sur Xstrata, Les Echos.fr, Newsletter le 18h du 07 septembre 2012.

d'entreprises cotées ont un actionnariat avec des actionnaires de références susceptibles de conclure ce genre de pacte d'actionnaires. Ensuite, la mise en place d'une telle sanctuarisation n'est pas non plus gage d'efficacité sur le long terme, l'actionnariat de la société pourra évoluer. Les familles fondatrices pourront voir le lien avec la société se distendre au fur et à mesure que les générations se succéderont et verront l'intérêt financier avant l'intérêt familial<sup>1585</sup>. Il en va de même avec une participation industrielle, il se peut très bien qu'elle soit initialement classée comme stratégique mais soit par la suite vendue. Cette défense sera nécessairement fragile et soumise aux aléas économiques. Elle reste cependant le plus sûr moyen d'éviter une offre en dissuadant le lancement d'une offre hostile.

**524. La protection des investisseurs.** Dans un souci d'assurer la protection de l'ensemble des actionnaires de la société, le législateur et le régulateur ont prévu des situations dans lesquelles certains actionnaires seront dans l'obligation de déposer une offre sur le reste du capital de la société pour éviter que, suite à la rupture du « *contrat d'investissement* » (Thierry Bonneau), ces derniers se retrouvent pénalisés avec un cours de bourse dévalué sans avoir été indemnisés de cette perte. Ce sera notamment le cas dans l'hypothèse d'une transformation en société en commandite par actions<sup>1586</sup>. Plus largement<sup>1587</sup>, les actionnaires contrôlant la société seront tenus de déposer une telle offre s'ils viennent proposer à l'assemblée des dispositions statutaires « *significatives* » ou en cas de restructuration profonde de la société (fusion, vente de l'actif déterminant de l'activité,...). L'obligation de déposer une offre publique va se révéler plus problématique si l'on cherche à sanctuariser le capital<sup>1588</sup>. Cette opération devra se faire au prix le plus élevé payé par l'initiateur de l'offre pour acquérir des titres dans les douze derniers mois précédant l'opération<sup>1589</sup>. La conclusion d'un pacte d'actionnaires, ou la constitution d'une société holding, avec un total de titres ou de droits de vote faisant dépasser ce seuil des 30% entraînera obligatoirement le dépôt d'une offre publique.

**525.** Les parties pourront alors essayer d'obtenir une dérogation, notamment en plaçant une « *opération de reclassement, ou s'analysant comme un reclassement, entre*

---

<sup>1585</sup> On peut ainsi penser aux craintes entourant l'évolution du capital du groupe L'Oréal. Jean-Claude Bourbon L'avenir de l'Oréal, l'autre affaire Bettencourt, La Croix, 11 juillet 2010.

<sup>1586</sup> Article 236-5 RGAMF.

<sup>1587</sup> Article 236-6 RGAMF.

<sup>1588</sup> Article 234-2 RGAMF : « *Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF* ».

<sup>1589</sup> Article 234-6 RGAMF.

*sociétés ou personnes appartenant à un même groupe* »<sup>1590</sup>. Un bon exemple est la défense de la société Hermès, le holding venant à détenir plus de 50% du capital<sup>1591</sup>. Dans cette affaire, il avait été plaidé qu'il existait bel et bien un « *groupe familial* » détenant le contrôle de la société, l'opération n'ayant donc aucune incidence sur le contrôle de la société. Le régulateur a relevé qu'il existait un « *groupe familial* » détenant 62.8% du capital et 71.9% des droits de votes, que la société Emile Hermès SARL a détenu de façon continue plus de 50% de la société, que les demandeurs sont représentés au conseil de surveillance et pleinement impliqués dans la gestion de la société, et qu'enfin le rôle de la famille était resté stable dans le temps. Après avoir constaté l'existence d'un contrôle capitalistique de la société, l'AMF a relevé que, lors des assemblées générales « *les demandeurs votent de manière convergente* » et « *qu'ils déterminent en fait les décisions prises lors des assemblées générales* ». Elle a aussi pointé le rôle des associés dans la SARL Emile Hermès, unique associé commandité. Une dérogation a ainsi été accordée à la société qui n'a pas été dans l'obligation de lancer une offre publique sur le reste des titres de la société<sup>1592</sup>, décision confirmée en appel<sup>1593</sup> et en cassation<sup>1594</sup>. A la lecture de la décision, trois points importants peuvent être relevés<sup>1595</sup> : ni la SCA, ni les liens de parenté ne suffisent pour obtenir la dérogation (alors que les associés commanditaires ont la prérogative de nommer et de révoquer les dirigeants, condition de

---

<sup>1590</sup> Article 234-9 7° RGAMF.

<sup>1591</sup> Hermès : l'AMF au secours des familles..., Jean-Jacques Daigres, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> mars 2011, n°3.

<sup>1592</sup> Décision AMF n°211C0008 du 6 janvier 2011 et n°211C0024 du 7 janvier 2001. L'AMF a estimé que « *ces circonstances, qui ne reposent pas sur les seuls liens de parenté entre les demandeurs, ni sur le seul contrôle de l'associé commandité par ces derniers, et qui sont largement antérieures au contexte dans lequel s'inscrit la demande de dérogation, traduisent effectivement la mise en œuvre d'une politique commune, continue et réitérée, vis-à-vis d'HERMES notamment par l'exercice des droits de vote des demandeurs et leur présence majoritaire au sein des organes sociaux ; ils agissent ensemble comme un groupe familial de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce pour la mise en œuvre de la même politique et contrôlent ensemble la société HERMES. Par conséquent, les demandeurs à la dérogation font partie d'un groupe familial, dont le projet de regrouper une participation majoritaire, provenant principalement des actions déposées dans les caisses sociales de l'associé commandité Emile Hermès SARL, au profit d'une holding peut s'analyser comme une opération de reclassement entre personnes appartenant à un même groupe, sans incidence sur le contrôle de la société HERMES* ». Voir aussi: T. Brocas, L'action de concert ou comment qualifier une action de concert dans une commandite, JCP G 2011, n°6, p.159 ; D. Bompont, Reclassement au sein d'un groupe familial et contrôle préalable, RD bancaire et fin., 2011, comm n°69 ; F Martin-Laprade, Hermès: une dérogation aux allures de cadeau empoisonné..., Rev. Soc., 2011, p.364 ; R Mortier, Dr. Sociétés 2011, Comm n°115.

<sup>1593</sup> Cour d'Appel de Paris, Chambre 5-7, ADAM c. SARL Emile Hermès, 15 septembre 2011, n°2011/00690; Hervé Le Nabasque, L'affaire Hermès, ou l'émergence de la notion de concert "de fait", Rev. Soc., 2011, p.692 ; Dominique Schmidt, Hermès: concerts ancien et nouveau? Changement de contrôle?, Bull. Joly Sociétés, 01 novembre 2011, n°11, p.882 ; Stéphane Torck, Reclassement des titres Hermès: la question du renforcement du contrôle éludée, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> décembre 2011, n°12, p.661 ; Hervé Le Nabasque, Franchissements de seuils : Dérogation à l'obligation d'avoir à déposer un projet d'offre publique d'acquisition, RD bancaire et fin., Janvier-Février 2012, p.42

<sup>1594</sup> Cass. Com., 28 mai 2013 ; Xavier Delpech, LVMH c. Hermès: confirmation de dispense d'OPA, Dalloz actualité, 6 juin 2013.

<sup>1595</sup> Alain Couret, Hermès « reclassé » !, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> mars 2011, n°3.

l'action de concert) ; l'AMF utilise la méthode du faisceau d'indices pour s'assurer que le contrôle ne changera pas ; la situation consistait en un concert avec la mise en œuvre d'une politique commune et réitérée à l'égard de la société. Un auteur<sup>1596</sup> regrette que l'AMF se soit évertué à rapporter la preuve d'une action de concert (sans, selon lui, être convaincante), alors que l'opération de reclassement ne la nécessitait pas. Le fait que l'équilibre des pouvoirs n'était pas modifié suffisait à éviter au régulateur de rechercher l'existence d'une politique commune des actionnaires vis-à-vis de la société. Enfin, ce même auteur relève qu'il n'est pas évident que l'opération de reclassement soit sans incidence sur le pouvoir au sein de la société. En effet, les actions du holding sont incessibles, il comprend une clause d'agrément nécessitant une majorité de 75% et l'assemblée de la SAS déterminera la politique à adopter en assemblée. Nous soulignerons enfin qu'il est nécessaire que la constitution du holding soit conditionnée à l'obtention de la dérogation de l'AMF, auquel cas la société pourrait se retrouver dans une situation inextricable<sup>1597</sup>.

**526. L'obligation de loyauté.** Ce principe pourra jouer un rôle fondamental en ce qui concerne les limites que le droit des marchés financiers peut apporter à de tels accords. Le point de départ du raisonnement reste le principe du libre jeu des offres et des surenchères<sup>1598</sup>, ce principe a permis de dégager celui d'égalité entre les compétiteurs, autrement connu sous le nom d'obligation de loyauté<sup>1599 1600</sup>. Les intervenants à une offre publique doivent agir avec « *loyauté, honneur, probité et droiture* ». Cela s'applique en ce qui concerne les engagements de présentation avec les actionnaires historiques de la société, l'initiateur de l'offre s'assurant que ces actionnaires apporteront leurs titres, empêchant ainsi toute réussite d'une contre-offre. Selon une jurisprudence de la Cour d'Appel de Paris, ces engagements ne doivent pas conférer un « *avantage déterminant* » à l'initiateur de l'offre. Il pourra cependant parfaitement jouer à l'encontre d'une mesure de défense mise en œuvre par la société, cette dernière ne pourra demander à ses actionnaires principaux de conclure préalablement des engagements de présentation avec un chevalier blanc en cas de lancement d'une offre publique. De même, cette sanctuarisation ne pourra intervenir après le lancement de l'offre qu'en respectant ces conditions. Les actionnaires ne devront pas déployer des moyens

---

<sup>1596</sup> Stéphane Torck, Reclassement des titres Hermès : les relations troubles de l'action de concert et de la notion de groupe familial, Bull. Joly Bourse, Mai 2011, p.326.

<sup>1597</sup> En cas de refus de la dérogation, les actionnaires ont trois options : faire appel de la décision du régulateur devant la Cour d'Appel de Paris ; constituer un holding en dessous du seuil des 30% (nettement moins efficace) ; ou se contraindre à lancer une offre (à la condition d'en avoir les moyens financiers).

<sup>1598</sup> Posée pour la première fois par l'Article 3 du Règlement 89.03 de la Commission des opérations de Bourse et constamment renouvelée et rappelée depuis.

<sup>1599</sup> Thierry Bonneau, Cours de droit des marchés financiers, Université Paris II Panthéon-Assas, 2009-2010.

<sup>1600</sup> CA Paris, BNP Paribas, 27 avril 1993.

anormaux et contraires aux pratiques de marché pour venir conclure un pacte d'actionnaires ou la constitution d'un holding dans le but de contrer l'offre. Surtout, la société cible de l'offre ne pourra en aucun cas s'impliquer elle-même dans la constitution d'un noyau dur pour assurer son indépendance.

**527.** Nous déplorerons seulement le manque de précision de cette obligation. Elle peut ainsi apparaître comme un moyen facile pour sanctionner une mesure de défense qui respecterait toutes les règles mais serait très innovante et surprendrait à ce titre. La formulation peut apparaître comme étant à géométrie variable tant les termes « *honneur, probité et droiture* » apparaissent étrangers au droit des sociétés cotées, et à celui des offres publiques en particulier, à fortiori lorsqu'elles sont hostiles. Même si l'obligation de loyauté est facile à cerner dans ses grandes largeurs, ces trois autres mots viennent susciter le doute et rendent surtout très difficile toute anticipation. Qu'est-ce que l'honneur pour une société ? Quelle probité peut-on attendre d'un conseil d'administration qui sera remplacé à l'issue de l'offre ? Peut-on vraiment attendre une véritable droiture de la part d'une société cible d'une offre hostile et donc engagée, selon le vocabulaire consacré, dans une bataille boursière ?

#### b. Une efficacité contre les actionnaires arbitragistes.

**528. Un outil de dissuasion efficace.** Cette étude des principales mesures de défense anti-OPA à caractère préventif nous permet de vérifier l'hypothèse énoncée au début de ce chapitre. Les mesures présentant un caractère dissuasif pour un initiateur potentiel, notamment celles portant sur le contrôle du capital, seront aussi dissuasives envers les actionnaires arbitragistes. Ces fonds seront dissuadés d'investir au capital de la société pour deux raisons principales. Tout d'abord, la présence de ces mesures de défense pourrait être de nature à dissuader tout lancement d'offre sur la société. Dès lors, une prise de participation visant à réaliser un arbitrage financier lors d'une offre publique la visant serait totalement inopérant. Ensuite, les fonds arbitragistes se trouveraient opposés à un actionnaire solidement implanté dans la société qui pourrait leur tenir tête.

**529.** Il est très intéressant de noter que ces mesures de défense anti-OPA seraient aussi de nature à favoriser une offre amicale. Leur caractère dissuasif peut dissuader des actionnaires arbitragistes d'intervenir pour s'opposer à une opération amicale s'ils sont convaincus que cette dernière ne peut que réussir du fait du contrôle du capital par des actionnaires de référence. Le droit des offres publiques n'est cependant pas une science exacte

et, si une réelle opportunité existe, le contrôle du capital pourra ne pas être de nature à dissuader un fonds de s'investir dans la bataille. Tout dépendra des circonstances financières de l'espèce et de la stratégie du fonds.

**530. L'impuissance des actionnaires arbitragistes et des *proxy-advisers* contre les autres actionnaires.** Pour expliquer l'intérêt que représentent ces mesures de contrôle du capital pour contrer une éventuelle campagne activiste il est fondamental de relever qu'elles viennent changer l'adversaire des fonds activistes. Dans un contexte normal, le fonds contestera les dirigeants de la société. Il aura les moyens de les renvoyer le cas échéant, s'il est suivi en assemblée générale. Avec la présence d'un actionnaire majoritaire les choses sont différentes. Le fonds contestera les dirigeants qui recevront alors le soutien de l'actionnaire majoritaire. Ni les fonds, ni les agences de conseil en vote ne seront en mesure de mener une action contre ce dernier. Ils pourront le critiquer mais en aucun cas le forcer à quitter la société, contrairement aux dirigeants. De même, ce dernier pourra aussi chercher à fédérer les autres actionnaires contre l'action des arbitragistes. A notre sens, il s'agit ici de la principale raison expliquant l'efficacité des mesures de contrôle du capital pour contrer l'action des arbitragistes au capital de la société.

**531. Conclusion du chapitre.** Devant le manque d'efficacité des défenses mises à disposition par la législation, les défenses anti-OPA apparaissent comme un moyen de défense pertinent pour contrer les actionnaires arbitragistes. Ces mesures de défense anti-OPA peuvent déjà être utilisées de manière préventive pour neutraliser tout risque d'OPA sur la société. La stratégie apparaît simple, en absence d'OPA les arbitragistes ne pourront intervenir. Ces stratégies seront donc forcément préventives et viseront à ne pas créer les conditions permettant une offre publique. Cela apparaît aujourd'hui comme étant le seul moyen pour neutraliser l'action des fonds arbitragistes. La première des défenses sera la défense financière passant par une recherche maximale de la valorisation boursière de la société. Cependant, l'ensemble des mesures de défenses anti-OPA ne seront pas utiles pour contrer les ambitions d'un initiateur potentiel. Seules les mesures portant sur le contrôle du capital seront à même de réellement protéger la société contre une OPA hostile. Il existe tout une panoplie de mesures de défense anti-OPA mais seules celles portant contrôle du capital en sanctuarisant une partie de ce dernier seront de nature à réellement protéger la société. Les autres mesures auront une efficacité limitée, car elles seront principalement d'un faible poids comparé à la prime qui sera offerte par l'initiateur de l'offre. Les actionnaires principaux de la société pourront toujours constituer un noyau stable au capital de cette dernière pour contrer

les tentatives de prise de contrôle. Ce mécanisme comporte certaines limites et n'apparaît pas, quel que soit le véhicule ou le montage employé, comme étant totalement infaillible. Cela apparaît cependant comme étant un moyen pertinent pour permettre de défendre une société. Surtout, cela va permettre d'écarter les actionnaires arbitragistes étant donné qu'un initiateur sera dissuadé d'en lancer une offre. Et si cette dernière est lancée, la présence d'un bloc d'actionnaires au capital pourra permettre de contrebalancer le poids des arbitragistes en toute légitimité étant donné que ce sera alors une opposition d'un actionnaire envers un autre actionnaire.

## **Deuxième sous-partie. Le régime de lege ferenda : la discrimination.**

**532.** L'absence de défense offerte par la société pour neutraliser des comportements de court-terme impose de réfléchir à d'éventuelles évolutions législatives. Ces évolutions peuvent prendre la forme d'une harmonisation par le haut mais aussi par une discrimination envers certains comportements. Cette discrimination peut être légitimée par les comportements spécifiques de certains acteurs étant donné que le principe d'égalité ne s'applique qu'à des situations identiques. Dès lors, le comportement étant différent, la situation est différente et la discrimination possible<sup>1601</sup>.

---

<sup>1601</sup> Voir Supra n°250. Le principe d'égalité entre actionnaires s'applique à des situations identiques. Un traitement différent peut s'appliquer à des situations distinctes, la discrimination entre actionnaires étant alors admise tant au niveau communautaire qu'au niveau national.

## **Chapitre 1. La difficulté d'une solution générale.**

533. L'arbitrage financier semble correspondre à une situation paradoxale. Il constitue un comportement qui n'a pas été anticipé par le législateur. Ce dernier a développé une vision de l'actionnaire différente, reposant sur une conception d'un actionnaire adoptant un comportement d'investisseur de long-terme. Au contraire de cela, l'actionnaire apparaît comme ne prenant en compte que son propre intérêt financier et ne portant que peu d'intérêt aux perspectives à long terme de la société. Or, le droit des offres publiques et le droit codifié des sociétés n'offrent aucune protection particulière aux sociétés pour neutraliser, ou tout du moins réduire l'influence de tels actionnaires. On peut dès lors se demander si des mécanismes existants en droit des sociétés ne pourraient pas pallier ces manques. On pense naturellement à l'abus de minorité qui vient encadrer les comportements d'actionnaires minoritaires pouvant nuire à la société. On peut estimer que le comportement des actionnaires arbitragistes constitue bien un élément contraire à l'intérêt social de la société, pouvant causer un préjudice à d'autres actionnaires et fait dans l'intérêt purement égoïste de l'arbitragiste. L'abus de minorité semble d'un champ d'application trop limité pour parfaitement englober l'ensemble des comportements arbitragistes posant problème dans une offre publique (§1). On peut dès lors se demander si un devoir de loyauté plus large ne devrait pas peser sur les actionnaires d'une société cotée. L'actionnaire aurait alors aussi des devoirs vis-à-vis des autres actionnaires. Une telle obligation ne serait pas dénuée de fondements juridiques, que ce soit en droit interne ou en droit comparé. Elle pourrait théoriquement permettre de garantir un certain degré de loyauté pendant les offres publiques de la part de l'ensemble des actionnaires. Il s'agirait d'une solution positive car imposant un standard de comportement à l'ensemble des actionnaires sans les priver de droits. On verra que cette solution semble cependant inadaptée au droit des offres publiques tant elle semble compliquée à mettre en œuvre et que l'action sera difficilement exerçable (§2).

## **§1. L'arbitrage et l'abus de minorité.**

534. L'arbitrage sur le risque sera, nous l'avons démontré, le fait d'une minorité d'actionnaires pratiquant cette stratégie actionnariale. Elle ne correspond absolument pas à la vision de l'actionnaire sur laquelle est fondée la réglementation des offres publiques et n'est pas correctement appréhendée par la législation spécifique au droit des offres publiques d'acquisition. Nous verrons que des corrections pourraient être apportées à ce droit de manière négative, c'est-à-dire en rompant l'égalité des actionnaires et en créant un régime particulier pour les arbitragistes. On peut aussi envisager une évolution positive, c'est-à-dire en imposant des devoirs aux actionnaires sans porter atteinte à leurs droits. Le droit des offres publiques n'est pas autonome<sup>1602</sup> et on ne peut faire abstraction des mécanismes présents en droit des sociétés, mécanismes pouvant potentiellement apporter une réponse à la problématique soulevée. On peut dès lors se demander si ce comportement ne confine pas à l'abus de minorité, notion utilisée en droit des sociétés pour imposer un certain devoir de loyauté aux actionnaires minoritaires. Ce dernier se définit traditionnellement comme étant : « contraire à l'intérêt général de la société en ce qu'il interdit la réalisation d'une opération essentielle pour celle-ci et dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêts au détriment de ceux de l'ensemble des autres associés »<sup>1603</sup>. On pourrait soutenir que les arbitragistes forment une minorité du capital qui poursuit une finalité égoïste en se désintéressant totalement de l'avenir de la société et donc de son intérêt social le plus élémentaire. Il nous semble, à l'analyse des critères de cet abus de droit spécifique au droit des sociétés, qu'un tel comportement y confinerait car il se fera au détriment de l'intérêt social de la société et répondra ainsi au premier élément constitutif (A). Ce comportement favorisera l'intérêt personnel de l'actionnaire arbitragiste (B), mais constituera difficilement un abus de minorité.

---

<sup>1602</sup> Hubert de Vauplane, Droit des offres publiques – Le cadre réglementaire et institutionnel, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec.

<sup>1603</sup> Cass. Com. 9 mars 1993, Flandin, Rev. Soc., 2000, p. 36.

## **A. La contrariété à l'intérêt social.**

**535.** Le droit français exige la contrariété de l'acte effectué par l'actionnaire à « l'intérêt général de la société », c'est-à-dire à l'intérêt social de cette dernière<sup>1604</sup>. Il s'agit de l'élément central de l'abus de majorité ou de minorité qui doit, par nature, être contraire à l'intérêt de la société. Cette caractérisation de la contrariété à l'intérêt social n'est pas évidente pour autant. La doctrine a longtemps débattu de la définition qu'il fallait retenir de la notion d'intérêt social<sup>1605</sup>, notamment pour savoir s'il fallait prendre en compte d'autres intérêts que ceux des seuls actionnaires. Deux écoles se sont affrontées, l'une voyant l'intérêt social comme celui des seuls actionnaires, une autre prônant la prise en compte de l'ensemble des acteurs en lien avec la société. Ces deux approches apparaissaient profondément irréconciliables tant les idées sous-jacentes étaient opposées (1). Une vision finalement mixte, et probablement plus moderne, de cette notion est apparue, notamment à travers la jurisprudence qui a eu à se prononcer sur la question (2).

### **1. La question de l'intérêt social.**

**536.** L'intérêt social peut être vu comme étant celui des seuls actionnaires de la société, excluant toute autre partie. Ceci se rattache à une conception très contractuelle et très libérale de la société (a). A l'inverse, on peut estimer que la société doit être vue comme une personne morale regroupant une pluralité d'intérêts qui doivent être pris en compte par les dirigeants. La société ne doit alors pas être dirigée dans le seul intérêt de ses actionnaires (b).

---

<sup>1604</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, Thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », sous la direction de Jean-Jacques Daigre, publié chez Dalloz, Thèmes & Commentaires, n°374.

<sup>1605</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* Cet auteur fait notamment référence à : Sousi, L'intérêt social dans le droit français des sociétés commerciales, Thèse, Lyon III, 1974 ; Schapira, L'intérêt social dans le fonctionnement des sociétés anonymes, RTD com. 1971, p.957 ; Schmidt, de l'intérêt commun des associés, JCP E 1994, I, n°404 ; Schmidt, de l'intérêt social, JCP E 1995, I, n°488 ; A Couret, L'intérêt social, JCP E, Cah. Dr. ent. Supplément, 1996, n°4 ; Bertrel, La position de la doctrine sur l'intérêt social, Dr et patr, 1997, n°48, p.43 ; Bissara, L'intérêt social, Rev. Soc., 1999, p.5 ; Communication ANSA, juillet-août 1999, n°3008 ; D. Martin et G. Buge, L'intérêt social dans le contentieux des ordonnances sur requête, en référé et en la forme des référés, RTD com., 2010, p.481 ; Paillusseau, La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise, Sirey, 1967, p.200 ; Despax, L'entreprise et le droit, Bibl. dr. pr. LGDJ, 1957, n°192. Une vision complète est donnée dans l'ouvrage de Maurice Cozian, Alain Viandier et Florence Deboisy, Droit des sociétés, manuel, 21<sup>ème</sup> édition, Lexis Nexis, Litec, 366 et suivants. Certains articles généralement cités à propos de ce débat sont ceux de V.A. Constantin, L'intérêt social : quel intérêt ? , Mélanges B. Mercadal, éditions Francis Lefebvre, 2002, p.315 et G. Goffaux-Callebaut, La définition de l'intérêt social, RTD Com., 2004, p.35.

## a. L'intérêt social : intérêt des seuls actionnaires ?

**537. L'intérêt social, intérêt des actionnaires.** Cette notion<sup>1606</sup> fait office de « boussole »<sup>1607</sup> pour les dirigeants, le juge<sup>1608</sup> et le régulateur et n'est que très peu citée par les textes<sup>1609</sup>. Il est donc apparu fondamental de chercher à la définir<sup>1610</sup>, d'autant plus que le législateur s'était volontairement abstenu de le faire<sup>1611</sup>. Une partie du débat s'était nouée autour de la question de savoir si un intérêt du groupe pouvait être pris en compte, cependant cette question ne semble se poser que lorsque l'intérêt social d'une filiale n'est pas respecté, et non au niveau de la société mère. La vision de l'intérêt social comme dépassant celui des seuls actionnaires ne fait pas l'unanimité, que ce soit en France<sup>1612</sup> ou dans le monde. Les travaux de recherche économique ont fortement influencé la définition de l'intérêt social<sup>1613</sup>. Avec cette approche, la firme trouve son utilité économique en regroupant l'ensemble des

---

<sup>1606</sup> Le débat autour de la notion d'intérêt social a été parfaitement résumé par Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau dans sa thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », sous la direction de Jean-Jacques Daigre, publié chez Dalloz, Thèmes & Commentaires. Cette analyse a été reprise et enrichie en fonction des besoins de ce travail de recherche.

<sup>1607</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* A. Pirovano, « La boussole de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise », D. 1997, Chron. 189.

<sup>1608</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* La jurisprudence s'est ainsi appuyée sur cette notion pour réalisée des évolutions majeures en droit des sociétés. Ce fût ainsi le cas avec la création prétorienne de l'administrateur provisoire, CA Paris, 22 mai 1965, Fruehauf, D.1968, Jur.147-150, R. Contin. Il en va de même pour la justification du coup d'accordéon, Com. 18 juin 2002, ADAM c. SA l'Amy, n°2002-01.4876 ; D. Affaires 2002.2190-2192 ; D. Affaires 2002.3264-3265, obs. JC Hallouin ; A. Viandier, JCP E 2002, Jur 1556, p.1728-1730.

<sup>1609</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* Il l'est ainsi à l'article L.221-4 C. com. pour délimiter les pouvoirs du gérant de SNC, la même disposition visant la société en commandite simple (Article L.222-2 C. com.) et la SARL (Article L.223-18 C. com.). Il en va de même à l'article L.225-100-3 C. com. sur le rapport annuel, à l'article L.233-3 du même code sur les conventions de vote. Enfin, et peut être principalement, il sert de pierre angulaire à la définition de l'abus de biens sociaux aux articles L.241-3 C. com. pour les SARL et L.242-6 C. com. pour les SA.

<sup>1610</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* L'auteur démontre que cette nécessité est d'ailleurs très bien exprimée par Jean Schapira dans *L'intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme*, RTD Com., 1971, p.957 : « Cette recherche se justifie par au moins trois raisons : 1. Elle invite à réfléchir sur le pouvoir du juge d'intervenir dans la vie des firmes : par là, elle intéresse le monde des affaires ; 2. Elle soulève un problème interdisciplinaire, celui des articulations entre le raisonnement juridique et les techniques de gestion (financière, comptable, commerciale et autres) ; 3. Alors que mûrit le projet d'une société anonyme de statut européen, elle contribue à cerner des difficultés inévitables, telles que l'abus de majorité ». L'auteur démontre aussi que cette nécessité a été parfaitement illustrée par Dominique Schmidt, de l'intérêt social, JCP E, 1995, n°38, p.361 : « Le choix s'impose parce que chaque acception conduit à un autre mode de gouvernement : s'agissant d'optimiser la valeur de l'action, les dirigeants sociaux disposent du choix des moyens, mais l'exercice de leur pouvoir s'inscrit dans le cadre délimité de l'objectif qui leur est fixé (...) ».

<sup>1611</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* J.O, A.N, 12 juin 1965, p.2031. Lors des débats sur la loi de 1966 deux propositions d'amendements avaient été déposées par M. Pleven, ils visaient ce qui sera par la suite régité par l'abus de majorité ainsi que les décisions collectives contraires aux intérêts de la société. Le Garde des Sceaux d'alors, Jean Foyer, demanda et obtint leur rejet en estimant que cela conférerait trop de pouvoir au juge, mais reconnut que la jurisprudence devait avoir un rôle « créateur ».

<sup>1612</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* A. Pirovano, La boussole de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise. D.1997, Chron 189.

<sup>1613</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.*

transactions en son sein, ceci étant moins coûteux que si elles avaient lieu de manière dispersée<sup>1614</sup>. Le droit des sociétés apparaît alors comme supplétif de volonté. Cette théorie économique, issue de l'Ecole de Chicago<sup>1615</sup>, n'analysant la société que sous un aspect contractuel et rejetant l'approche institutionnelle, se continua dans la théorie dite du nœud de contrats (*nexus of contracts*)<sup>1616</sup>. Cette dernière veut que la société soit un nœud de contrats entre les différents acteurs, ce qui ne nécessite pas que la société ait la personnalité morale. Une autre influence de la théorie économique fût celle de l'agence<sup>1617</sup>. Une relation se noue entre les agents et ceux qui leur donnent pouvoir. Les dirigeants sont ainsi les agents des actionnaires, leurs dépositaires. Cependant, les agents peuvent avoir des incitations autres et ne pas pleinement remplir leur mission. Il s'agira donc d'introduire des mécanismes pour s'assurer que les intérêts des actionnaires soient bien pris en compte. Cette théorie est probablement celle qui a le plus influencé le droit moderne des sociétés. En mettant les actionnaires au cœur du raisonnement, les sciences économiques ont donc fortement influencé la définition de l'intérêt social. Elles ont ainsi donné naissance à la *shareholder primacy norm*<sup>1618</sup>. Les actionnaires étant les propriétaires de la société, cette dernière doit être gérée dans son intérêt.

**538.** Il semble que cette définition de l'intérêt social se soit diffusée à l'ensemble des pays occidentaux. Dans un article resté célèbre, les Professeurs Hansman et Kraakman ont soutenu que l'on assistait à l'émergence d'un modèle unique de l'intérêt social<sup>1619</sup>, et ce à travers l'ensemble des pays occidentaux. Cette vision aurait triomphé comme étant la fin de l'histoire<sup>1620</sup> transposée au droit des sociétés. Cette vision historique voulait que la démocratie ait triomphé à travers le monde suite à la chute de l'URSS. Il en serait de même pour la vision de la société commerciale. La question de savoir pour quel(s) intérêt(s) la société doit être

---

<sup>1614</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* Il s'agit de la théorie de Ronald Coase, The nature of the firm, 4 *Economica* 386 (1937) et R Coase, The firm, the market and the law, The University of Chicago Press, 1990, 226.

<sup>1615</sup> P. Didier et Ph. Didier, Droit commercial, Tome 2, Les sociétés commerciales, Corpus Droit Privé, *Economica*, p.508.

<sup>1616</sup> J. Armour, H. Hansmann et R. Kraakman, Agency problems and legal strategies in *The Anatomy of Corporate Law, A comparative and functional approach*, Second edition, Oxford University Press.

<sup>1617</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* MC Jensen et W Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, 3 *J. Fin. Econ.*, 305 (1976); EF Fama et MC Jensen, The separation of Ownership and control, 26 *J.L. & Econ.* 301 (1983). Pour une appréhension plus large et complète, voir J. Armour, H. Hansmann et R. Kraakman, Agency problems and legal strategies in *The Anatomy of Corporate Law, A comparative and functional approach*, Second edition, Oxford University Press.

<sup>1618</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau dans sa thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », n°340. H. Demsetz, Toward a theory of property rights, 57 *Am. Econ. Rev.* 347 (1967).

<sup>1619</sup> The End of History in Corporate Law, de H Hansman et R Kraakman, *Geo. L. J.*, Volume 89:439. Page 440. L'ensemble de l'analyse de la convergence des modèles de l'intérêt social parmi les pays développés est tirée de cet article, point de référence pour la doctrine juridique sur cette question.

<sup>1620</sup> Francis Fukuyama, *La fin de l'Histoire et le dernier Homme*, Paris, Flammarion, Collection Histoire, 1992.

dirigée se pose depuis l'apparition du droit moderne des sociétés. Cependant, « *la tendance de fond est à la convergence, et c'est le cas depuis le 19<sup>ème</sup> siècle. La législation sur l'intérêt social a atteint un haut degré d'uniformité parmi les juridictions des pays développés, et il est probable qu'elle continue à converger vers un modèle unique et standard* »<sup>1621</sup>. Ainsi, après l'uniformisation de l'utilisation de la forme sociétale on peut constater que le modèle de l'intérêt social orienté vers l'intérêt des actionnaires se soit implanté dans la plupart des pays développés<sup>1622</sup>. Ce modèle implique d'accepter que les meilleurs mécanismes juridiques pour protéger les autres parties ne sont pas du ressort du droit des sociétés, mais d'autres droits comme le droit du travail, de l'environnement,... Surtout, les dirigeants doivent diriger la société dans l'intérêt de tous les actionnaires, y compris des minoritaires (et les actionnaires arbitragistes auront souvent une participation minoritaire au capital). Ainsi, les différents systèmes juridiques ont mis en place des systèmes de protection des intérêts de ces derniers<sup>1623</sup>.

**539.** Cette théorie veut aussi que l'émergence de ce consensus tienne pour beaucoup aux échecs des autres modèles. Tout d'abord, le modèle orienté vers les mandataires sociaux avait pour principe que les dirigeants serviraient la société de manière totalement désintéressée et en cherchant à bénéficier à l'intérêt général. On s'est rapidement aperçu que lorsqu'ils avaient trop de pouvoir les dirigeants cherchaient à servir leurs propres intérêts, notamment en cherchant à créer des conglomerats<sup>1624</sup>. Il y a aussi le modèle de cogestion à l'allemande, non étendu au-delà de cette juridiction<sup>1625</sup>, l'analyse fût que la cogestion est trop coûteuse et conduit à des décisions inefficaces. Enfin, le modèle étatique a aussi disparu, notamment suite aux privatisations massives et à la fin de la planification. En ce qui concerne les débats autour d'un modèle tenant compte des autres parties prenantes (*stakeholders*<sup>1626</sup>), il s'agit soit « *d'une reformulation du modèle orienté vers les managers* » ou cela « *ressemble clairement au modèle de cogestion* »<sup>1627</sup>. Le modèle unique de la valeur actionnariale

---

<sup>1621</sup> Cette citation est tirée du même article, p.439.

<sup>1622</sup> *Ibid*, p.440. « *L'élément fondamental de ce consensus émergent est que le contrôle ultime de la société doit rester entre les mains des actionnaires* ».

<sup>1623</sup> En France, on peut notamment penser à l'abaissement du seuil pour intenter une action en responsabilité contre les dirigeants. Article L.225-251 C. com.

<sup>1624</sup> Philippe Bissara, L'intérêt social, Rev. Soc., janvier-mars 1999, p.5 : « *Les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants divergeraient nécessairement ; ces derniers pratiqueraient une « stratégie d'enracinement » tendant à conforter leur situation personnelle, à accroître leur pouvoir et leurs gains ainsi qu'à prolonger leurs fonctions, au détriment des actionnaires qui cherchent légitimement à maximiser leurs profits* ».

<sup>1625</sup> *Ibid*. La proposition de Cinquième Directive imposant la direction avec directoire et conseil de surveillance et la participation des salariés est enterrée depuis les années 1970.

<sup>1626</sup> Que l'on pourrait traduire comme étant les « autres parties prenantes ».

<sup>1627</sup> Même article, p.448.

(*shareholder value*) se serait donc imposé par la force de la logique ; conférer le pouvoir aux actionnaires permet ainsi de maximiser la valeur de la société tandis que les intérêts des autres parties sont mieux protégés par d'autres droits. Surtout, la compétition entre les différents systèmes juridiques a conduit à l'universalisation de ce modèle<sup>1628</sup>. Les auteurs notent aussi que l'émergence de ce modèle a eu des implications dans le cadre des offres publiques, la réglementation ayant évolué de manière à mettre l'actionnaire au centre du débat boursier en cas d'offre publique<sup>1629</sup>. Cette étude nous montre donc que l'intérêt social entendu comme intérêt des actionnaires est aujourd'hui le modèle prévalant dans la plupart des juridictions. Cela est parfois critiqué pour certains de ses aspects, on peut notamment penser à un débat qui a eu lieu quant à l'exigence par les fonds de taux de retour sur investissement de 15% ou plus<sup>1630</sup>.

**540. La thèse du Professeur Dominique Schmidt.** Cette théorie, tout comme celle de l'entreprise, est extrêmement liée à la conception que l'on a de la société. Elle se fonde sur une approche purement contractuelle de la notion<sup>1631</sup>, la conception institutionnelle pouvant sembler dépassée<sup>1632</sup>. Cette thèse contractuelle, visant à mettre les actionnaires, contractants, au centre de l'intérêt social<sup>1633</sup> a été particulièrement défendue par le Professeur Dominique Schmidt<sup>1634</sup> dans deux articles de doctrine<sup>1635</sup>. Il fonde son développement sur une stricte

---

<sup>1628</sup> La diffusion de ce modèle est aussi liée à plusieurs développements économiques comme la diffusion de l'actionnariat et l'apparition des fonds de gestion venant contrôler les dirigeants.

<sup>1629</sup> Le meilleur exemple est l'adoption de la *Loi n°2006-387 du 31 mars 2006* (dite « Loi OPA ») visant à transposer la *directive n°2004/25 du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition*. La mesure phare de cette directive est de donner le pouvoir à l'assemblée générale des actionnaires d'autoriser la mise en œuvre de mesures de défense anti-OPA « susceptibles de faire échouer l'offre ».

<sup>1630</sup> S. Godeluck et P. Escande, *Les pirates du capitalisme, comment les fonds d'investissements bousculent les marchés*, Albin Michel.

<sup>1631</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* Ainsi, la société peut être analysée à un « *contrat organisation* », et non à un « *contrat échange* », selon Paul Didier, *Brèves notes sur le contrat-organisation*, Mélanges en hommage à F. Terré, *L'avenir du droit*, D., 1999, p.636.

<sup>1632</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* Voir notamment, P. Didier, *La théorie contractualiste de la société*, *Rev. Soc.*, 2000, p.95.

<sup>1633</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* Cette thèse a aussi été soutenue par le Professeur Labbé « *Les associés réunis débattent les intérêts de la société certes, mais il ne faut pas oublier que ces intérêts sont les leurs* » et le Professeur Sousi, *L'intérêt social dans le droit français des sociétés commerciales*, Thèse, Lyon III, 1974.

<sup>1634</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau dans sa thèse sur « *Les abus de majorité, de minorité et d'égalité* », n°347 : « *M Schmidt ne s'est pas en effet contenté de définir la société comme un contrat pour lequel il fallait justifier l'application de la loi de la majorité. Il est sorti des sentiers battus et a tiré de son analyse contractuelle la conclusion que l'intérêt commun des associés contractants constitue la finalité même de la société* » et « *Le Professeur Schmidt, par le biais de la notion d'intérêt commun, rejoint ainsi l'idée mise en avant par la Shareholder primacy norm et qui s'impose nettement en droit américain* ».

<sup>1635</sup> Dominique Schmidt, *De l'intérêt social*, *JCP E*, 1995, n°38, p.361 et Dominique Schmidt, *De l'intérêt commun des associés*, *JCP E*, 1994, n°48, p.535.

analyse des articles 1832<sup>1636</sup> et 1833<sup>1637</sup> du Code civil. L'analyse de ces deux articles le conduit à conclure que « *la société est constituée dans l'intérêt des associés : elle n'est pas constituée en vue de satisfaire un autre intérêt que celui des associés, qui ont seuls vocation à partager entre eux le bénéfice social* ». La société a donc pour objet la réalisation du bénéfice le plus important, à court et long terme, étant donné que c'est ce que recherchent les associés. Il relève aussi que l'intérêt social défini comme étant celui de la personne morale manque de légitimité, notamment dans les textes, car rien ne vient appuyer cette définition. Il soutient que la définition issue de la doctrine de l'entreprise rentre en contradiction avec les textes mêmes régissant le droit des sociétés. Il conclut donc qu'en dernier lieu, la décision doit revenir à l'assemblée générale des actionnaires, ces derniers décidant quel est l'intérêt de la société à travers leur vote. Cette doctrine conduit à évincer de la définition de l'intérêt social l'ensemble des autres acteurs en rapport avec la société. Les dirigeants, en prenant des décisions de gestion, n'auront aucun devoir de se préoccuper de l'intérêt des salariés, cocontractants ou encore tiers pouvant être impactés par la société. Intérêt social et intérêt commun des associés ne feraient ainsi qu'un.

**541.** Cette vision de l'intérêt social prend le contrepied parfait de la doctrine de l'entreprise et tend à couper la société de l'environnement économique dans lequel elle évolue. Elle est en cela fortement critiquée par les partisans de l'autre doctrine<sup>1638</sup>. L'application de cette doctrine en période d'offre publique conduit à ne prendre en compte que le seul intérêt des actionnaires de la société cible et à leur donner toute latitude pour choisir quelle sera l'issue de l'offre. On remarquera aussi que cette doctrine ne s'appuie pas sur une analyse économique de la société mais uniquement sur le texte du Code Civil. Elle rejoint cependant parfaitement l'analyse précédemment mentionnée selon laquelle le modèle de la valeur actionnariale s'imposait à travers l'ensemble des juridictions des pays

---

<sup>1636</sup> Article 1832 C. civ : « La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter ».

<sup>1637</sup> L'article 1833 C. civ. dispose notamment que « *toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés* ».

<sup>1638</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* On peut même parler de charge. C. Ducouloux-Favard, *Actionnariat et pouvoir*, D. 1995, chr. , p. 177 : « *Pour étayer la justification des actions des minoritaires (qui ont obtenu du droit boursier la possibilité, à certaines conditions d'être organisés en association habilitée), la doctrine contractualiste a cru pouvoir user des concepts du code civil et notamment de la notion d'intérêt commun de l'article 1833. Ce faisant, l'article 1834 est passé sous silence alors que, pourtant, il pose que les dispositions évoquées ne s'appliquent que s'il n'est pas autrement disposé par la loi en raison de la forme ou de l'objet des sociétés. Or, précisément, la notion d'intérêt commun est propre aux sociétés de personnes et non aux sociétés de capitaux. Elle s'applique à des associés responsables solidairement et indéfiniment parce que titulaires d'une part d'intérêt et non pas à des associés détenteurs, comme dans la SA ou SARL, de parts du capital fractionné en titres qui peuvent être ou non négociables voir cotables en bourse* ».

développés. A l'inverse de la doctrine de l'entreprise, il apparaît délicat de trouver une application de cette doctrine dans des textes législatifs récents qui ne soient pas d'origine européenne. Cependant, elle est totalement présente dans notre droit étant donné que, comme le relève Dominique Schmidt, elle émane directement de la conception contractuelle de la société, qu'il prouve être la conception originellement retenue par le Code Civil. Cette théorie pose cependant question : « *Comment en effet accepter, sous prétexte de revenir à la pureté d'origine des principes, de balayer totalement la prise en considération de la pérennité de l'entreprise et donc de l'emploi au profit des seuls intérêts capitalistes à court terme, aussi légitimes soient-ils, alors qu'en Angleterre et aux Etats-Unis, terres d'élection pourtant de la « société-contrat », de nombreuses voix s'élèvent aujourd'hui pour faire admettre que l'entreprise n'est pas seulement la chose de ses propriétaires ?* »<sup>1639</sup>. La position défendue par le Professeur Dominique Schmidt a ensuite été combattue par les tenants d'une vision plus large de l'intérêt social<sup>1640</sup>.

#### b. L'intérêt social : intérêt de la société ?

**542. Doctrine de l'entreprise**<sup>1641</sup>. La première école, et probablement la plus à l'opposé de la définition actuelle fût l'école de Rennes<sup>1642</sup>. Elle donna naissance à la doctrine de l'entreprise<sup>1643</sup>. Les auteurs la formant sont « *partisans d'une conception large de l'intérêt social, qu'ils identifient à l'intérêt de l'entreprise elle-même, et donc, au-delà, à la somme des intérêts des personnes qui tirent un revenu de la société* »<sup>1644</sup>. Selon ces auteurs<sup>1645</sup>, il faut

---

<sup>1639</sup> Jean-Pierre Bertrel, Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés, RTD Com. 1996, p.595 ; n°46.

<sup>1640</sup> Philippe Bissara, L'intérêt social, Rev. Soc., 1, Janvier-Mars 1999, p.5.

<sup>1641</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau dans sa thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », n°315 et suivants.

<sup>1642</sup> L'ensemble des auteurs ayant formé ce courant de pensée appartenait en effet à la Faculté de Droit de Rennes.

<sup>1643</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* J. Paillusseau, L'efficacité des entreprises et la légitimité du pouvoir : RTD éco. 1993, p.3, n°38 : « *Dans le droit positif actuel, [la construction de la société] repose pour l'essentiel sur l'idée que la société (et donc l'entreprise qu'elle organise) est une personne morale indépendante et autonome. C'est la conséquence même de la personnalité morale. Aussi les dirigeants doivent-ils exercer leurs pouvoirs en respectant cette base fondamentale de l'organisation de la société. S'ils ne la respectaient pas, l'organisation conçue et imposée par le législateur et l'équilibre de protection des intérêts catégoriels qu'il institue seraient mis en défaut, plus ou moins gravement. A cet égard, la notion d'intérêt social revêt une très grande importance. C'est l'intérêt propre d'une entité autonome et indépendante. C'est dans le sens de cet intérêt social que les dirigeants doivent exercer leurs pouvoirs* ».

<sup>1644</sup> Lamy sociétés commerciales, 2012, n°1485.

considérer que la société n'est pas simplement un accord contractuel entre ses associés mais aussi un véhicule juridique organisant une entreprise économique. Il s'agit du triomphe de la conception mixte de la société<sup>1646</sup>, même si cette théorie se fonde sur une approche institutionnelle. L'intérêt social est alors défini comme étant la somme des intérêts de l'ensemble des acteurs de l'entreprise commerciale. Cette notion, et les règles de droit des sociétés en découlant, doit prendre en compte l'intérêt de l'entreprise incluant les associés, les clients, les salariés, l'administration fiscale... l'ensemble des acteurs économiques en relation avec la société. Le critère de rattachement semble ainsi être la participation à l'entreprise économique. La conséquence directe pour notre étude est que les actionnaires ne doivent pas être au cœur des préoccupations des dirigeants en cas d'offre publique, ces derniers doivent aussi prendre en compte l'intérêt des autres parties prenantes, et, probablement en premier lieu, celui des salariés.

**543.** Cette théorie a ainsi eu une certaine influence sur la doctrine juridique française<sup>1647</sup>. La doctrine estime généralement qu'elle a influencé certaines modifications législatives en droit français<sup>1648</sup> et qu'elle a trouvé son apogée dans la *Loi de nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001*. Cette dernière a introduit de nouvelles contraintes dans la gouvernance des sociétés comme la prise en compte de l'environnement ou encore un renforcement des pouvoirs du comité d'entreprise pour contrôler la gestion au sein de la société<sup>1649</sup>. Cette doctrine peut se retrouver dans l'ensemble des textes législatifs visant à

---

<sup>1645</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* M. Despax, L'entreprise et le droit, LGDJ, 1957 ; M. Despax, L'évolution du droit de l'entreprise, Les orientations sociales du droit contemporain, Ecrits en l'honneur de J. Savatier, PUF, 1992, p.177-190 ; Cl. Champaud, Le pouvoir de concentration de la société par actions, Sirey, 1932 ; Cl. Champaud, Le contrat de société existe-t-il encore?, in le droit contemporain des contrats, Bilan et perspectives, éd. Travaux et recherches, Economica, 1987, p.125-139 ; J. Paillusseau, La société anonyme, technique juridique d'organisation de l'entreprise, Sirey, Paris, 1967 ; J. Paillusseau, Les fondements du droit moderne des sociétés, JCP 1984.I.3148 ; JCP E 1984.14193 ; JCP N 1985.263. R. Contin, Le contrôle de la gestion des sociétés anonymes, Litec, 1975.

<sup>1646</sup> L'ensemble du débat autour de l'intérêt social dépend étroitement de la conception de la société que l'on adopte, contractuelle ou institutionnelle. Sur ce point Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau dans sa thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », n°307 et suivants.

<sup>1647</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* Cette influence peut notamment se retrouver chez : J. Paillusseau, Le droit des activités économiques à l'aube du XXIème siècle, D. Affaires, 2003, n°58, p.322-332 ; G. Couturier, L'intérêt de l'entreprise, Les orientations sociales du droit contemporain, Ecrits en l'honneur de J. Savatier, PUF, 1992, p.143-156 ; A. Couret, L'intérêt social, JCP E 1996, Suppl. n°4, p.6.

<sup>1648</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* On cite traditionnellement la loi n°84-148 du 1<sup>er</sup> mars 1984 étendant l'expertise de gestion à des organes autres que les actionnaires ; La loi n°85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises ; La Loi n°85-697 du 11 juillet 1985 créant l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée, ce texte modifie en effet l'article 1832 du Code civil en substituant une société « instituée » à l'expression « contrat » de société. A notre sens il s'agit plus d'une modification pour assurer l'homogénéité des textes plutôt qu'une véritable volonté politique de reconnaître la doctrine de l'entreprise.

<sup>1649</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* La principale mesure est la représentation des salariés au sein du conseil d'administration et la possibilité, pour deux représentants, de participer et d'intervenir au cours

assurer un certain partage des profits de la société<sup>1650</sup>. Cette définition de l'intérêt social a donc connu un certain succès en droit français mais ne s'est jamais vraiment affirmée comme étant la définition recherchée, car manquante, après la réforme de 1966. On ne peut d'ailleurs totalement la déconnecter du contexte et du débat politique de l'époque<sup>1651</sup>. Cette théorie « *a eu une ampleur considérable, rarement égalée en droit des sociétés, mais l'enthousiasme de ses savants précurseurs et leur volonté de gommer tout ce qui aurait pu nuire à son harmonieuse apparence, les a sans doute conduit à un peu trop négliger la part contractuelle de la société et le fait que, sans les associés, cette dernière ne pouvait pas exister* »<sup>1652</sup>. Il semble que le contexte actuel de crise économique voit apparaître la résurgence de ce débat, même si ce mouvement est pour l'instant très modeste<sup>1653</sup>.

**544. Intérêt de la personne morale<sup>1654</sup>.** Cette théorie a été ressuscitée, de manière fort inattendue, par le débat sur la *corporate governance*. La notion de *corporate governance*, difficilement traduite par celle de gouvernement d'entreprise en France, a été introduite dans les années 1980 pour s'assurer que les sociétés soient gérées dans le seul intérêt de leurs actionnaires<sup>1655</sup>. C'est comme cela que la notion est née aux Etats-Unis et a été implantée au Royaume-Uni<sup>1656</sup>. Ce débat est apparu en France au milieu des années 1990<sup>1657</sup>. L'introduction de la *corporate governance* dans le droit français des sociétés cotées a été réalisée par le Rapport Viénot I sur le Conseil d'administration des sociétés cotées<sup>1658</sup>. Ce rapport a proposé une définition « *l'intérêt social peut ainsi se définir comme l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant ses fins propres, distinctes notamment de celles de*

---

de l'assemblée générale. Ils n'ont cependant voie délibérative dans aucun des cas. Voir notamment l'Article L.2323-67 C. trav.

<sup>1650</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* Loi n°2001-152 sur l'épargne salariale du 19 février 2001 ; Loi n°2002-73 du 17 janvier 2002 dite de modernisation sociale. Voir notamment G. Auzero, Loi n°2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, Présentation générale, Bull. Joly Sociétés 2001, p.345.

<sup>1651</sup> L'époque historique correspond en effet à la toute puissance du parti communiste français et les contestations de cette doctrine apparurent après la victoire du programme commun mené par F. Mitterrand en 1981.

<sup>1652</sup> Jean-Pierre Bertrel, Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés, RTD Com. 1996, p.595 ; n°59.

<sup>1653</sup> La Croix, A qui appartient l'entreprise ?, Vendredi 7 septembre 2012 ; Blanche Segrestin, L'entreprise est bien plus que la simple propriété de ses actionnaires, Enjeux Les Echos, Décembre 2012 – Janvier 2013, p.48

<sup>1654</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau dans sa thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », n°319.

<sup>1655</sup> Il s'agit de répondre aux problèmes créés par la théorie de l'agence. Voir J. Armour, H. Hansmann et R. Kraakman, Agency problems and legal strategies in The Anatomy of Corporate Law, A comparative and functional approach, Second edition, Oxford University Press.

<sup>1656</sup> Paul L. Davies, Gower and Davies, Principles of modern company law, 13-38, Eight Edition, Sweet and Maxwell.

<sup>1657</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.*

<sup>1658</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.*

ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise ». Cette définition fait relativement consensus à l'heure actuelle. Avec cette formule, les auteurs du rapport Viénot placent la personne morale au-dessus de l'ensemble des intérêts particuliers, les regroupant en son sein. Ils coupent tout lien direct entre les objectifs poursuivis par les dirigeants de la personne morale et les actionnaires. Cette définition apparaît moins radicale que la doctrine de l'entreprise mais se situe bien à l'opposé de la notion de *shareholder value* à l'origine du mouvement de *corporate governance*. Cette définition, qui fût fortement critiquée<sup>1659</sup>, a été approuvée par la Commission des Opérations de Bourse<sup>1660</sup>, (rien n'indiquant que l'actuel AMF ait retenu une autre définition), et appliquée par la jurisprudence à quelques occasions<sup>1661</sup>. Si nous appliquons cette définition de l'intérêt social, intérêt de la personne morale, à notre problématique, l'arbitrage financier ne serait légitime que s'il cherche à promouvoir la croissance à long-terme de la personne morale, donc de l'ensemble des parties prenantes.

**545.** Comme les critiques l'ont soulevé<sup>1662</sup>, cette notion comporte un problème majeur étant donné qu'elle peut permettre aux dirigeants de justifier n'importe quelle politique, surtout celle ne créant pas de valeur en estimant quelle est dans l'intérêt commun de l'ensemble des parties prenantes. Il s'agit « *d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise* ». Cette définition peut donc apparaître comme une approche renouvelée de la doctrine de l'entreprise. On peut estimer que le législateur va dans son sens, notamment en demandant un engagement environnemental plus important aux entreprises<sup>1663</sup>. On peut néanmoins se demander si la crise actuelle n'ouvrira pas une opportunité au législateur pour prendre clairement position sur la question.

---

<sup>1659</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.* « *En s'inscrivant dans la tradition française qui veut que la personne morale transcende les intérêts particuliers des actionnaires pour les fonder dans l'intérêt social, la commission Viénot donne la primauté à la technostructure sur l'actionnaire. Ce qui n'est pas un choix neutre* », MA Couret, L'intérêt social, Cah. Dr. entr. 1996, n°4.

<sup>1660</sup> Rapport de la Commission des Opérations de Bourse, 1995, p.44.

<sup>1661</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid.*, n°320.

<sup>1662</sup> Philippe Bissara, L'intérêt social, Rev. Soc., Janvier-Mars 1999, p.5.

<sup>1663</sup> Article 83 de la Loi n°2010-788 portant engagement national pour l'environnement du 12 juillet 2010 et Décret n°2012-557 du 24 avril 2012 relatif aux obligations de transparence des entreprises en matière sociale et environnementale.

## 2. Une conception mixte de l'intérêt social.

**546.** La jurisprudence a eu à prendre en compte la notion d'intérêt social, elle a consacré une vision mixte de ce dernier, sans clairement trancher entre les deux approches précédemment exposées (a). Cette prise de position vient consacrer le triomphe d'une conception dualiste de cette notion (b).

### a. L'apport de la jurisprudence.

**547. La vision de l'intérêt social dans la jurisprudence.** La notion d'intérêt social n'est pas totalement abstraite, comme en Allemagne<sup>1664</sup>, et le juge doit l'appliquer souvent<sup>1665</sup>. C'est notamment le cas avec l'abus de biens sociaux<sup>1666</sup> ; pour apprécier une demande de convocation de l'assemblée générale par les commissaires aux comptes<sup>1667</sup> ; apprécier si la situation nécessite la nomination d'un administrateur provisoire<sup>1668</sup> ; ou encore apprécier l'opportunité d'ordonner, ou non, une expertise de gestion<sup>1669</sup>. La jurisprudence n'hésite pas non plus à utiliser cette notion en dehors même de texte se fondant sur cette dernière<sup>1670</sup>. Le juge doit donc se prononcer sur l'intérêt social, non en donnant une définition juridique de cette notion, mais en s'en servant pour juger des situations ou des comportements. Dès lors, on peut se demander si la jurisprudence n'est pas venue apporter un éclairage intéressant sur ce débat.

**548.** Les juges, en devant se prononcer sur ces contentieux impliquant une contrariété à l'intérêt social de la société ont été en mesure de définir cette notion. Ils ont clairement exclu la possibilité que l'intérêt social puisse être assimilé au seul intérêt des actionnaires de la société, fussent-ils majoritaires. La jurisprudence sur l'intérêt social impose par exemple aux associés de respecter eux-mêmes ce principe cardinal<sup>1671</sup>. C'est tout d'abord le cas à

---

<sup>1664</sup> Christoph Teichmann, A company's own interest (Unternehmensinteresse) in German Company Law, RTDF, 2013, n°1, p.15.

<sup>1665</sup> Philippe Bissara, L'intérêt social, Rev. Soc., janvier-mars 1999, p.9.

<sup>1666</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* Voir ainsi : Cass. Crim., 27 octobre 1997, RJDA 2/98, p.126.

<sup>1667</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* Voir ainsi : CA Paris, 22 février 1980.

<sup>1668</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* Voir ainsi : CA Paris, 10 avril 1989.

<sup>1669</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* Voir ainsi : Cass. Com., 10 février 1998, RJDA 6/98, p.517.

<sup>1670</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, Thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », Thèmes & commentaires, Dalloz, n°311.

<sup>1671</sup> Philippe Bissara, L'intérêt social, Rev. Soc., janvier-mars 1999, p.11.

travers les notions d'abus de majorité et de minorité qui ne sont constituées que si l'acte est contraire à l'intérêt social de la société. Selon la doctrine, la jurisprudence démontre qu'elle adopte une vision de l'intérêt social différente de l'intérêt des seuls associés lorsqu'elle condamne un prévenu pour abus de biens sociaux alors que les associés de la société appartiennent tous à sa famille<sup>1672</sup>, que les associés ont donné leur accord<sup>1673</sup> ou, preuve ultime, qu'il soit l'associé unique<sup>1674</sup>. A partir du moment où l'on reconnaît que l'associé unique d'une société peut commettre, pour son seul intérêt, un acte violant l'intérêt social de cette dernière, cela revient à reconnaître directement que cet intérêt social est différent de celui des seuls associés. Cette vision est renforcée lorsqu'on s'aperçoit que la jurisprudence utilise aussi l'intérêt social pour se prononcer sur la validité de certaines conventions conclues entre associés<sup>1675</sup>. Une convention ne peut ainsi prévoir une alternance entre deux associés pour la direction de la société, chaque dirigeant devant être en mesure d'apprécier l'intérêt social<sup>1676</sup>. Enfin, on peut même se demander si la jurisprudence n'a pas intimement lié la notion d'intérêt social à celle de la personne morale, distincte de l'intérêt des seuls actionnaires<sup>1677</sup>. Cette vision de l'intérêt social différent de celui des associés se rattache à celui de la vision de l'intérêt de la personne morale. Nous avons vu que cette vision avait aussi été adoptée par la jurisprudence, notamment celle de la COB<sup>1678</sup>.

**549. Une conception mixte de la notion.** Cette jurisprudence fait dire à certains auteurs que « *indifférente aux controverses doctrinales comme aux critiques, la jurisprudence n'a cessé d'affirmer la prééminence de l'intérêt supérieur de la société personne morale sur tous les intérêts catégoriels ou individuels susceptibles d'être invoqués* »<sup>1679</sup>. La jurisprudence se rattache donc à une conception parfaitement mixte<sup>1680</sup>, et même plurale, de la notion d'intérêt social. Elle prend en compte les intérêts des associés mais dans un cadre plus large, celui de la société personne morale autonome. En assurant la pérennité de cette dernière, elle

---

<sup>1672</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* Cass. Crim., 26 mai 1994.

<sup>1673</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* Cass. Crim., 12 décembre 1994.

<sup>1674</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* Cass. com., 14 juin 1993.

<sup>1675</sup> Philippe Bissara, L'intérêt social, *Rev. Soc.*, janvier-mars 1999, p.11.

<sup>1676</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* CA Paris, 4 mai 1960.

<sup>1677</sup> Philippe Bissara, *Ibid.* Chambre commerciale, Adam c. SA l'Amy, 18 juin 2002 : « *Mais attendu, en premier lieu, contrairement à ce que soutient la première branche du moyen, que la cour d'appel qui a retenu que l'opération litigieuse, effectuée afin de préserver la pérennité de l'entreprise et en cela conforme à l'intérêt social, n'avait cependant pas nui à l'intérêt des actionnaires, fussent-ils minoritaires, qui d'une façon ou d'une autre réalisation de l'opération ou dépôt de bilan, auraient eu une situation identique, les actionnaires majoritaires subissant par ailleurs le même sort, n'a pas déduit l'absence d'atteinte à l'intérêt commun des associés de considérations relatives au seul intérêt social ; (...)* ».

<sup>1678</sup> Supra n°544.

<sup>1679</sup> Philippe Bissara, L'intérêt social, *Rev. Soc.*, janvier-mars 1999, p.11.

<sup>1680</sup> Jean-Pierre Bertrel, Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés, *RTD Com.* 1996, p.595, n°50.

sert bien entendu les intérêts des actionnaires, mais pas uniquement. L'intérêt social sera celui de la société, de son patrimoine propre, de son activité économique, de ses finances et de ses perspectives d'avenir.

**550.** La conception de l'intérêt social est intimement liée à la vision de la société<sup>1681</sup>. Cette conception traduit une vision de la société qui est à la fois contrat et institution. Le droit des sociétés français a oscillé entre une conception purement contractuelle et purement institutionnelle de la société<sup>1682</sup>. Au début, simple contrat entre les associés, la société acquit des caractéristiques de l'institution lorsqu'il fût exigé qu'elle soit soumise à autorisation royale. En 1804, le Code Civil régleme le contrat de la société. La Loi de 1867 apparût comme étant libérale mais le retour de balancier intervint au lendemain de la seconde guerre mondiale. Outre de nombreuses nationalisations, la loi de 1966, « *se caractérise par un ordre public omniprésent, où peu de place est laissé à la liberté contractuelle* »<sup>1683</sup>. Dans les années 1970 et 1980, un courant contractualiste refit jour<sup>1684</sup>. Ce renouveau du contrat, sous l'influence du droit financier et boursier<sup>1685</sup>, donna naissance à un mouvement législatif visant à donner une plus grande liberté aux associés et actionnaires<sup>1686</sup>. Cela fût marqué par une forte dépenalisation, la libéralisation des moyens de financement<sup>1687</sup> (comme les actions de préférence) et la création de la SAS<sup>1688</sup>. La pratique a aussi contribué à ce mouvement, notamment en redécouvrant la société en commandite par actions<sup>1689</sup> et en étant à l'origine de

---

<sup>1681</sup> Jean-Pierre Bertrel, *Ibid*, n°43 : « *La conception que l'on se fait de l'intérêt social étant naturellement étroitement liée à celle que l'on a de la société, on ne s'étonnera pas de voir ici ressurgir le débat « société-contrat » ou « société-institution », les partisans de la première thèse soutenant que l'intérêt social est celui des associés, les partisans de la seconde qu'il s'agit de l'intérêt de l'entreprise* ».

<sup>1682</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, Thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », Thèmes & commentaires, Dalloz, n°5.

<sup>1683</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid* ; cette loi fera dire à Jean-Jacque Daigre que « *tout est sanctionné pénalement, même les obligations les plus formelles. Le législateur de 1966 est un législateur vétilleux et soupçonneux. Aucun souffle n'anime cette loi* » (Jean-Jacque Daigre, Transformer les sociétés, De nouveaux espaces à la liberté contractuelle, JCP E, 2/1995, p.16).

<sup>1684</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Ibid* ; Jean-Jacque Daigre, Transformer les sociétés, De nouveaux espaces à la liberté contractuelle, JCP E, 2/1995, p.16.

<sup>1685</sup> Ce fût la thèse d'Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, sous la direction de Yves Guyon, Paris II, 1999.

<sup>1686</sup> Jean-Pierre Bertrel, Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés, RTD Com. 1996, p.595.

<sup>1687</sup> Jean-Pierre Bertrel, *Ibid* ; On peut notamment citer la loi n°78-741 du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises, la loi n°81-1160 du 30 décembre 1981 portant loi de Finances pour 1992 (dématérialisation des valeurs mobilières), la loi n°83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne ou encore la loi n°85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse.

<sup>1688</sup> Jean-Pierre Bertrel, Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés, RTD Com. 1996, p.595, n°9.

<sup>1689</sup> Jean-Pierre Bertrel, *Ibid* ; n°15.

« l'infiltration de la société anonyme par les technique contractuelles »<sup>1690</sup>, notamment avec le renouveau des pactes d'actionnaires. Ces différents constats se traduisent en doctrine. Certains auteurs analysent la société comme étant purement contractuelle, d'autres y voyant une institution<sup>1691</sup>. La société apparaît cependant fondamentalement comme étant un contrat et une institution. L'histoire du droit moderne des sociétés se caractérise par « d'un côté la prolifération d'une réglementation de plus en plus tatillonne, de l'autre l'aspiration à d'avantage de souplesse et de liberté dans l'organisation et le fonctionnement de ces personnes morales »<sup>1692</sup>. A l'heure actuelle prédomine une vision mixte de la société<sup>1693</sup>. Cette dernière présente à la fois<sup>1694</sup> les caractéristiques de l'institution<sup>1695</sup> et du contrat<sup>1696</sup>. Cette conception semble admise par la doctrine, tout du moins dans sa grande majorité<sup>1697</sup>.

## b. Le triomphe d'une conception dualiste.

**551. Une conception mixte de l'intérêt social.** L'intérêt social, à l'heure actuelle, en droit français, nous paraît être une notion mixte. Ni la théorie de l'entreprise, ni celle de l'intérêt social, intérêt des seuls actionnaires, n'a triomphé. On peut estimer qu'au contraire une notion, inspirée de la doctrine de l'entreprise, mais donnant toute leur place aux actionnaires, propriétaires de la société a triomphé. Il s'agit de celle défendue dans le rapport Viénot. Cette définition reflétait d'ailleurs le droit positif qui est resté inchangé en la matière depuis<sup>1698</sup>. La société poursuit « l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même », elle poursuit « ses fins propres » qui sont distinctes de celles de l'ensemble des différentes parties prenantes et notamment de celles des actionnaires. Cela peut d'ailleurs poser question et on

<sup>1690</sup> Jean-Pierre Bertrel, *Ibid* ; n°21.

<sup>1691</sup> Jean-Pierre Bertrel, *Ibid* ; n°29.

<sup>1692</sup> Y. Guyon, *Traité des contrats*, LGDJ, 1993, p.7, cité par Jean-Pierre Bertrel, *Ibid*.

<sup>1693</sup> Outre la vision majoritaire de Jean-Pierre Bertrel, on peut citer : Y. Guyon, *Les sociétés : aménagements statutaires et conventions entre associés*, LGDJ, 3<sup>ème</sup> édition, 1997 ; MC Monsallier, *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme*, LGDJ, 1998 ; M. Cozian et A. Viandier : *Droit des sociétés*, Litec, 10<sup>ème</sup> édition, p.58 ; J. Mestre, C. Blanchard-Sébastien, D. Velardocchio, *Lamy sociétés commerciales*, p.33 et suivantes.

<sup>1694</sup> Philippe Bissara, *L'intérêt social*, *Rev. Soc.*, Janvier-Mars 1999, p.5.

<sup>1695</sup> Selon Philippe Bissara (*Ibid*), elle l'est avec l'acquisition de la personnalité morale ; le fait que la gestion soit déléguée aux organes sociaux ; le fait que le juge ne puisse se substituer à ces derniers ; le fait que la loi de la majorité se substitue à celle de l'unanimité ; la société a pleine capacité à agir en justice et à conclure des contrats ; elle a un intérêt propre distinct de celui des associés.

<sup>1696</sup> Selon Philippe Bissara (*Ibid*), elle présente aussi des aspects contractuels car elle prend fin au terme du contrat ou par l'annulation de ce dernier.

<sup>1697</sup> Jean-Pierre Bertrel, *Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés*, *RTD Com.* 1996, p.595, n°39.

<sup>1698</sup> Philippe Bissara, *L'intérêt social*, *Rev. Soc.*, Janvier-Mars 1999, p.5.

peut se demander si ces derniers n'ont pas néanmoins une place différente de l'ensemble des autres parties prenantes. On peut légitimement penser que si. Les intérêts des actionnaires devraient être principalement pris en compte par les dirigeants. Il ressort cependant que ces intérêts ne sont pas assimilables à ceux de la personne morale. De plus, les intérêts des actionnaires majoritaires cohabitent pleinement avec les intérêts d'autres actionnaires qui doivent être pleinement pris en compte. Cette définition apparaît être la meilleure à défaut d'être parfaite. La doctrine actuelle tend vers la quête d'un juste milieu<sup>1699</sup> et cherche à résoudre la question de la place de l'intérêt des actionnaires par rapport aux intérêts des autres parties<sup>1700</sup>. Nous reprenons le constat de Jean-Pierre Bertrel<sup>1701</sup> auquel nous adhérons pleinement : « *L'intérêt social est nécessairement à l'image de la société elle-même et ne peut dès lors être analysé que comme un concept complexe. C'est d'abord et avant tout l'intérêt des associés car ce sont eux (ou leurs auteurs) qui ont créé l'entreprise et il est naturel que la politique sociale soit menée en ne perdant pas de vue cette légitimité originelle. Mais ce n'est pas que cela. La société, on l'a rappelé n'est pas qu'un acte juridique, qu'un faisceau de manifestations de volontés. C'est également une personne morale et l'aspect institutionnel qui la caractérise à cet égard, à des degrés variables on l'a vu, selon les types de sociétés, se retrouve logiquement lorsqu'il s'agit de définir l'intérêt social, qui est également celui de la personne morale que les associés ont créée. Et la notion doit être conçue avec suffisamment d'élasticité pour que, en fonction des circonstances, les dirigeants et les associés eux-mêmes puissent arbitrer entre, d'un côté, la rémunération du capital et les contraintes de court-terme, et, de l'autre, l'investissement susceptible de pérenniser l'entreprise et les exigences du long-terme* ». L'intérêt social est la conciliation de ces deux intérêts, mais le seul intérêt de court-terme des actionnaires ne peut prendre le dessus sur l'intérêt de long-terme de la société. Il s'agit de concilier les deux<sup>1702</sup>, « *l'intérêt social doit donc être une harmonieuse synthèse temporelle de l'intérêt des associés et de celui de l'entreprise (...)* »<sup>1703</sup>.

---

<sup>1699</sup> Jean-Pierre Bertrel, Brenard Field, C Neuville, I Vezinet, P Bezard, L'intérêt social, Dr. et patr., Avril 1997, p.42 et suivantes.

<sup>1700</sup> Christoph Teichmann, A company's own interest (Unternehmensinteresse) in German Company Law, RTDF, 2013, n°1, p.15.

<sup>1701</sup> Jean-Pierre Bertrel, Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés, RTD Com. 1996, p.595, n°50.

<sup>1702</sup> Jean-Pierre Bertrel, *Ibid.* Voir notamment: C. Hannoun, Le droit et les groupes de sociétés, LGDJ, 1991, n°128.

<sup>1703</sup> Jean-Pierre Bertrel, *Ibid.* Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés, RTD Com. 1996, p.595, n°52.

552. Il est intéressant de comparer cette question de l'intérêt social avec le droit anglais. Depuis 2006, le législateur anglais, reprenant une jurisprudence ancienne<sup>1704</sup>, impose aux dirigeants des sociétés de promouvoir le succès de la société. Le législateur est allé jusqu'à lister les éléments que doivent prendre en compte les dirigeants, vision qui rejoint pleinement celle de l'intérêt social assimilé à celui de la personne morale. Le texte<sup>1705</sup> demande aux dirigeants de société d'agir pour promouvoir le succès de la société. Ce succès est celui de l'ensemble de ses membres. Ils doivent prendre en compte : les conséquences de leurs décisions sur le long terme ; les intérêts des salariés ; le besoin de consolider les relations de la société avec les tiers ; les conséquences des activités de la société sur la communauté et l'environnement ; la nécessité de préserver l'image de la société ; et la nécessité d'agir de manière juste entre les membres de la société. Il ressort clairement des travaux préparatoires de ce texte que le législateur anglais n'a pas souhaité mettre l'ensemble de ces intérêts sur le même pied d'égalité que ceux des actionnaires. Les dirigeants doivent principalement prendre en compte les intérêts des actionnaires mais en tenant compte des autres intérêts précédemment énumérés. La création de valeur actionnariale, objectif premier de l'entreprise, doit se faire sur le long-terme en préservant les intérêts des autres parties<sup>1706</sup>. Il s'agit de la théorie de l'*enlightened shareholder value*<sup>1707</sup> selon laquelle la valeur actionnariale ne sera pas nécessairement préservée si les dirigeants de la société ne prennent en compte que cette dernière sans tenir aucunement compte des intérêts des autres parties prenantes. Il est fondamental de relever, dans cette théorie, que si les intérêts des tiers à la

<sup>1704</sup> Gower and Davies, *Principles of Modern Company Law*, Eight Edition, Sweet & Maxwell, 16-24.

<sup>1705</sup> Section 172 Companies Act 2006 Duty to promote the success of the company: "(1) L'administrateur d'une société doit agir de la manière qu'il considère, de bonne foi, être la plus à même de promouvoir le succès de la société pour le bénéfice de ses membres dans leur ensemble, et en prenant en compte (parmi d'autres choses)– (a) les probables conséquences de la décision à long-terme; (b) l'intérêt des salariés de la société; (c) le besoin de favoriser les relations de la société avec ses fournisseurs, clients et autres; (d) l'impact des opérations de la société sur la société et son environnement; (e) la nécessité pour la société de maintenir une réputation de haut niveau avec les standards de conduite dans les affaires, et (f) le besoin d'agir loyalement entre les membres de la société".

<sup>1706</sup> Gaëtane Schaecken Willemaers, *The European call for more shareholders' engagement: state of play and way forward*, RTDF, 2011, n°4, p.164; *Company Law Review Steering Group*, 2000:12: cela implique "une obligation pour les administrateurs de chercher le succès de la société pour le bénéfice des actionnaires en prenant en compte toutes les issues pertinentes pour ce fait", cela incluant "une vision équilibrée du court et du long-terme, le besoin de soutenir les relations existantes avec les salariés, clients, fournisseurs et autres; et le besoin de maintenir la réputation de la société et de considérer les conséquences de ses activités sur la société et l'environnement".

<sup>1707</sup> Gower and Davies, *Principles of Modern Company Law*, Eight Edition, Sweet & Maxwell, 16-24: "L'approche ESV peut être décrite comme partant du principe que les intérêts des actionnaires n'ont que peu de chance de s'améliorer si les dirigeants de la société conduisent les affaires d'une telle manière que les employés sont peu incités à travailler de manière effective, que les fournisseurs et les clients refusent de faire des affaires avec elle, qu'elle est en contradiction avec la société dans laquelle elle opère et que ses normes éthiques et environnementales sont considérées comme lamentables. Cependant, il est crucial de relever que les intérêts des non-actionnaires doivent être pris en considération par les actionnaires seulement dans la mesure où cela est nécessaire pour promouvoir le succès de la société pour le bénéfice de ses membres".

société rentrent en conflit avec ceux des actionnaires, les dirigeants doivent privilégier les intérêts de ces derniers. D'ailleurs, cette liste, aussi intéressante soit-elle sera extrêmement difficile à utiliser comme fondement pour une action en responsabilité contre les dirigeants par une partie représentant un intérêt différent de celui des actionnaires, comme les employés<sup>1708</sup>. L'exercice de la définition légale montre aussi rapidement ses limites, notamment quand le juge doit définir ce qu'est le « succès » d'une société<sup>1709</sup>. On peut cependant y voir des points communs avec la théorie de la personne morale qui tend à s'imposer en droit français. Il s'agit dans tous les cas de veiller à ce que des intérêts, autres que ceux des seuls actionnaires, puissent être pris en compte par les dirigeants de la société. On voit donc que cette vision de l'intérêt social tend à dépasser le seul cadre français.

**553. La contrariété de l'arbitrage à cette définition.** L'arbitrage financier nous semble pleinement contraire à cette définition de l'intérêt social. Dès lors que cette dernière ne vient pas confondre l'intérêt des actionnaires avec celui de la société, l'arbitrage paraît en contradiction fondamentale avec cette définition. Rappelons que l'abus de minorité est caractérisé en cas d'attitude « contraire à l'intérêt général de la société en ce qu'il interdit la réalisation d'une opération essentielle pour celle-ci et dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêts au détriment de ceux de l'ensemble des autres associés »<sup>1710</sup>. Le premier élément constitutif de l'abus de minorité est donc bien une contrariété à « l'intérêt général de la société », donc à son intérêt social<sup>1711</sup>, même si une certaine jurisprudence avait laissé planer un doute<sup>1712</sup>. L'action de l'actionnaire doit donc être contraire à l'intérêt de la société.

**554.** Nous estimons que l'arbitrage financier, pendant une offre publique, sera pleinement contraire à l'intérêt de la société. Il ne prendra en compte que son propre intérêt financier, et parfois même d'autres intérêts apparaissant encore moins légitimes, comme ses besoins de liquidité, et ne tiendra donc pas compte des intérêts de la société. On peut estimer qu'en agissant de la sorte il porte atteinte à l'intérêt de cette dernière en ne portant aucune attention au projet proposé à long-terme. Cette situation pourra être discutée dans le cadre d'une offre provenant d'un acteur industriel proposant un projet crédible. Elle sera parfaitement claire dans le cadre d'une offre purement financière, sans projet industriel,

---

<sup>1708</sup> Gower and Davies, *Ibid*, 16-33.

<sup>1709</sup> Gower and Davies, *Ibid*, 16-27.

<sup>1710</sup> Cass. Com. 9 mars 1993, Flandin, Rev. Soc., 2000, p. 36.

<sup>1711</sup> Philippe Merle, Droit commercial, Sociétés commerciales, Précis Dalloz, 12<sup>ème</sup> édition, n°581.

<sup>1712</sup> Voir notamment : Cass. Com. 31 janvier 2006 ; P. Scholer, Bull. Joly Sociétés 2006, p.784 ou encore Cass. Com. 20 mars 2007 ; Anne-Laure Champetier de Ribes – Justeau ; Rev. Sociétés, 2007, p.806.

comme celle d'un fonds, effectuant un LBO<sup>1713</sup> et n'ayant pas l'intention de conserver la société en l'état actuel<sup>1714</sup>. La question de contrariété à l'intérêt social par la pratique de l'arbitrage financier fait pleinement sens dès lors que cet intérêt est différent de celui des seuls actionnaires.

## **B. La favorisation de l'intérêt personnel de l'actionnaire.**

**555.** L'abus de minorité requiert une action qui soit faite dans l'intérêt égoïste de l'actionnaire minoritaire, en rupture du pacte social. Il s'agit de la preuve de la déloyauté de l'actionnaire minoritaire (1). L'arbitrage financier sur le risque d'échec de l'offre confine à un tel comportement sans pour autant s'y appliquer pleinement. Cependant, même si les éléments de l'abus de minorité peuvent être réunis, ce dernier sera extrêmement compliqué à appliquer à ces situations (2).

### **1. La rupture du pacte social.**

**556.** L'abus de minorité implique la poursuite d'un intérêt personnel par un actionnaire (a). Cette notion est centrale à celle d'abus de droit, il s'agit d'abuser d'un droit légalement conféré (b).

#### **a. La poursuite d'un intérêt personnel.**

**557. La poursuite d'un intérêt égoïste.** La question de l'abus de minorité est loin d'être nouvelle en droit des sociétés<sup>1715</sup> et a failli être intégrée dans la loi<sup>1716</sup>. Les sanctions de

---

<sup>1713</sup> Leveraged buy-out : opération de prise de contrôle d'une société avec l'utilisation de l'endettement comme effet de levier.

<sup>1714</sup> Le meilleur exemple est aussi le plus célèbre, à savoir la prise de contrôle de RJR Nabisco par KKR : Bryan Burrough and John Elyar (1989), *Barbarians at the gates: The Fall of RJR Nabisco*, Harper & Row.

<sup>1715</sup> Jean-Pierre Sortais, *Abus de droit*, Rép. sociétés Dalloz, n°1.

<sup>1716</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.* Un amendement avait été déposé lors de l'examen de la loi de 1966 pour venir incorporer une jurisprudence déjà ancienne, il a été rejeté en séance (JOAN, 11 juin 1965, p.2031) :

l'abus de minorité sont variées<sup>1717</sup>, on peut notamment citer le refus d'approuver une modification statutaire en assemblée générale extraordinaire<sup>1718</sup>. Le juge refuse généralement de sanctionner le blocage de la transformation d'une société en une autre forme sociétale<sup>1719</sup>. L'abus de minorité nécessite aussi, comme élément constitutif, un acte qui soit « *dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêts au détriment de ceux de l'ensemble des autres associés* »<sup>1720</sup>. Ce critère se retrouve parallèlement dans la formule caractéristique de l'abus de majorité, ce dernier nécessitant une décision prise « *contrairement à l'intérêt général de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de ceux de la minorité* »<sup>1721</sup>. Dans ce dernier cas, il s'agira de favoriser les associés détenant la majorité du capital par rapport à ceux qui y sont minoritaires. Certains auteurs ont défendu l'idée que l'abus de majorité et l'abus de minorité seraient symétriques et seraient une sorte de notion unique s'appliquant aux deux cas<sup>1722</sup>. Nous sommes d'avis qu'il s'agit d'un même principe juridique trouvant à s'appliquer dans des situations différentes. Les commentaires voulant y voir deux principes différents et autonomes ne nous semblent pas pertinents. Ils reposent sur des arguments tenant à l'antériorité de l'un par rapport à l'autre, sur des modes de sanction différents ou encore sur une contestation plus forte de l'un par rapport à l'autre<sup>1723</sup>. Il est évident que les deux situations sont différentes et que les abus de majorité et de minorité viennent sanctionner des comportements différents. Ces deux notions nous semblent cependant se rattacher au même fondement juridique qui est celui de l'abus de droit.

**558.** Il est absolument central que l'acte de l'actionnaire minoritaire poursuive son intérêt propre, éloigné de celui de la société et porte préjudice aux intérêts des autres associés. « *L'associé n'abuse de son pouvoir – ou méconnaît son obligation de loyauté – que s'il agit dans un intérêt personnel* »<sup>1724</sup>. Cette condition a encore été récemment rappelée par la Cour de cassation ; la cour d'Appel qui ne relève pas cette intention pour constituer un abus de

---

« *lorsqu'un associé ou un actionnaire fait abusivement obstacle à l'adoption par les assemblées ordinaires ou extraordinaires de mesures conformes à l'intérêt social, le tribunal de commerce peut rendre exécutoires les résolutions soumises à l'assemblée en l'absence des conditions nécessaires à leur validité* ».

<sup>1717</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, Thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », Thèmes & commentaires, Dalloz, n°155.

<sup>1718</sup> *Ibid.* Voir notamment : CA Besançon, 5 juin 1957, Sociétés Les Tuileries Clavey c. Consorts Clavey, D.1957, Jur. 605-610 et Cass. Com. 17 novembre 1959, Dr. sociétés, 4 février 1960, n°13, p.2.

<sup>1719</sup> Cass. Com. 15 juillet 1992, Mme Six, épouse Laurent c. SA Tapisseries de France, Bull. Civ. IV, n°279.

<sup>1720</sup> Cass. Com. 9 mars 1993, Flandin, Rev. Soc., 2000, p.36.

<sup>1721</sup> Jean-Pierre Sortais, Abus de droit, Répertoire des sociétés Dalloz, n°7.

<sup>1722</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.*

<sup>1723</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.*, n°42.

<sup>1724</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, Thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », Thèmes & commentaires, Dalloz, n°251.

minorité rend un arrêt manquant de base légale<sup>1725</sup>. L'abus de minorité ne demande évidemment pas que soit constaté une rupture d'égalité entre les actionnaires, la minorité pouvant difficilement l'imposer à la majorité. Il va donc demander la poursuite d'un intérêt égoïste par les minoritaires<sup>1726</sup>. Il en va ainsi pour des actions en justice tournant au harcèlement<sup>1727</sup>. L'exemple le plus classique reste celui d'une augmentation de capital essentielle à la société et bloquée par les actionnaires minoritaires, ce blocage n'étant motivé que par l'intérêt égoïste de ces derniers<sup>1728</sup>. La qualification de l'abus de minorité est une question délicate pour le juge. Elle peut apparaître comme une question de balance<sup>1729</sup>. Le juge doit prendre en compte les intérêts de la société et ceux de l'ensemble des actionnaires présents. Il doit ensuite se demander si l'attitude des minoritaires - si elle n'est pas motivée par l'intérêt de la société - est disproportionnée. Il faut garder à l'esprit que l'actionnaire minoritaire a des droits et notamment ceux de contester une décision ou de voter contre une résolution. La limite tient au fait qu'il ne peut abuser de ce pouvoir. Cette notion doit cependant être utilisée avec discernement par le juge car il ne peut assurément venir neutraliser toute velléité des actionnaires minoritaires. Dès qu'il y a une participation minoritaire au capital il faut s'attendre à ce que ces derniers contestent éventuellement la politique de la majorité<sup>1730</sup>. Il ne faut pas que l'abus de majorité ait un « *effet dévastateur* » en privant les minoritaires de droits politiques<sup>1731</sup>. Le juge est donc légitimement prudent sur l'utilisation de l'abus de minorité et ce dernier ne sera retenu que si la survie de la société dépend de la sanction d'un comportement abusif des minoritaires ou si ces derniers ne peuvent justifier leur attitude par un intérêt sérieux<sup>1732</sup>.

---

<sup>1725</sup> Cass. Com., 4 décembre 2012, n°11-25.408, Sté de participations dans les énergies renouvelables (SOPER) SASU c. Sté GDF Suez ; Alain Viandier, Abus de minorité, Rev. Soc., 2013, p.150 : « *Attendu qu'en se déterminant par de tels motifs, impropres à établir qu'en refusant d'approuver le projet présenté par la société GDF Suez, la société Soper avait agi dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêts au détriment de ceux des autres associés, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision ; (...)* ».

<sup>1726</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, Thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », Thèmes & commentaires, Dalloz, n°291.

<sup>1727</sup> Jean-Pierre Sortais, Abus de droit, Rép. sociétés Dalloz, n°51. Voir notamment : CA Paris, 1<sup>er</sup> décembre 1992 ; D.1993.301.

<sup>1728</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.* Cass. Com., 9 mars 1993, Flandin, Rev. Soc., 2000, p.36 ; Cass. Com., 5 mai 1998, D. 1998, p.1097 : « *le refus de voter une augmentation de capital indispensable à la survie de la société ayant pour seul but d'entraver le fonctionnement de la société et dicté par des considérations purement personnelles* ».

<sup>1729</sup> Cette notion de balance, qui n'est pas exprimée en tant que tel par la doctrine ou la jurisprudence, n'est pas étrangère au droit français, particulièrement au droit administratif. Conseil d'Etat, Assemblée, 28 mai 1971, Ministre de l'équipement et du logement c. Fédération de défense des personnes concernées par le projet actuellement dénommé « Ville nouvelle Est » ; M. Long, P. Weil, G. Braibant, P. Delvolvé, B. Genevois, Les grands arrêts de la jurisprudence administrative, 16<sup>ème</sup> édition, Dalloz, n°88.

<sup>1730</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.*, n°42.

<sup>1731</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.*

<sup>1732</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.*, n°58.

**559. Un abus de minorité positif.** L'abus de majorité demande un acte positif (comme un coup d'accordéon) ou bien une abstention volontaire et difficilement justifiable (comme une mise en réserve exagérée des bénéfices et l'absence de distribution de dividendes). Cette question se pose différemment dans le cadre de l'abus de minorité. Cela consistera plutôt dans un acte négatif, généralement constitué par un refus de voter une résolution importante, voire essentielle, à l'avenir de la société. L'abus de minorité consistera généralement dans une situation de blocage dans laquelle l'intervention du juge est essentielle<sup>1733</sup>. On peut relever des cas dans lesquels existerait un abus de minorité issu d'un acte positif<sup>1734</sup>. Le premier exemple tient dans l'exercice abusif d'actions en justice alors que les minoritaires ne remplissaient pas les conditions nécessaires<sup>1735</sup> ou que les moyens soulevés étaient manifestement inopérants<sup>1736</sup>. Une autre attitude aussi condamnée est l'obtention d'un vote dont la majorité ne voulait pas suite à des manœuvres visant à compliquer l'expression des suffrages négatifs à ce vote<sup>1737</sup>. Contrairement à ce que la première formule pouvait laisser entendre, l'abus de minorité ne tient pas nécessairement dans un acte négatif qui « *interdit la réalisation d'une opération essentielle* ». Il peut aussi tout à fait être présent dans un acte positif.

**560.** L'abus de minorité est donc une institution multiforme dont on voit bien le dessein mais dont on peine à clairement distinguer les éléments constitutifs et les limites. Il s'agit d'un outil entre les mains du juge pour empêcher à la minorité de nuire à la majorité et de porter préjudice au bon fonctionnement de la société. Cet outil sera donc à adapter en fonction des situations. Il est nullement certain que l'ensemble des cas dans lesquels l'abus de minorité puisse être invoqué ait été envisagé par la jurisprudence. Cela ne signifie pas pour autant que l'arbitrage financier pourra être concerné par l'abus de minorité. Nous n'avons pas trouvé d'exemples de jurisprudence dans lesquels une minorité ayant apporté sa participation à un tiers dans la société aurait entraîné le changement de contrôle de cette dernière et serait sanctionné. Dans ce cas, l'actionnaire vend ses titres à une tierce personne. Cela peut être contraire à l'intérêt social de la société, notamment si le nouvel actionnaire vient mettre en place un projet industriel venant à démanteler la société. Même si l'actionnaire peut agir pour son intérêt égoïste on peut légitimement se demander si cela est réellement répréhensible. Son action première est de vendre ses titres et les conséquences sur la société sont pleinement

---

<sup>1733</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.*, n°48.

<sup>1734</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.*, n°44.

<sup>1735</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.* Voir notamment : Cass. Com. 12 janvier 1976, Rev. Soc., 1976.330, Merle.

<sup>1736</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.* Voir notamment : CA Rennes, 11 juin 1986, Rev. Soc., 1987.96, Guyon.

<sup>1737</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid.* Voir notamment : Cass. Com. 19 janvier 1959 ; D.1959.260.

indirectes. L'abus de minorité est un concept permettant de neutraliser les actions malveillantes de la minorité à l'égard de la majorité. La question pourra paraître mieux posée dans le cadre d'une assemblée générale en cours d'offre. Que se passe-t-il si un actionnaire minoritaire refuse de voter des mesures de défense alors que l'offre est manifestement contraire à l'intérêt de la société et qu'il ne le fait que pour voir la réussite de l'offre ? Dans ce cas, il nous semble que la question de l'abus de minorité serait mieux posée. Il s'agirait d'un abus négatif car l'actionnaire refuserait de voter une résolution qui permettrait de protéger les intérêts de la société. On pourrait estimer qu'en refusant de voter les mesures de défense l'actionnaire commet un abus de minorité.

#### b. L'appréciation au regard de l'abus de droit.

**561. La théorie de l'abus de droit.** L'abus de minorité apparaît comme étant une application de la théorie plus large de l'abus de droit. Il s'agit de la notion d'abus de droit appliquée en droit des sociétés<sup>1738</sup>. Cette notion d'abus de droit transcende d'ailleurs les catégories juridiques étant donné qu'on la retrouve aussi en droit fiscal<sup>1739</sup> ou en droit pénal avec l'abus de biens sociaux. Une distinction doit cependant être faite et il s'agit ici de la théorie selon laquelle le titulaire d'un droit ne peut abuser de ce dernier et porter atteinte aux droits d'autrui. Les premières manifestations de cette notion en droit des sociétés datent d'ailleurs d'avant la loi de 1966 sur les sociétés commerciales<sup>1740</sup>. Cette notion peut apparaître paradoxale étant donné que la reconnaissance à son titulaire « *d'un droit positif subjectif paraît valoir attribution à son titulaire d'une sphère de pleine et entière liberté* »<sup>1741</sup>. Ce droit subjectif trouve une limite dans la théorie de l'abus de droit étant donné que « *Le droit cesse là où l'abus commence, car la loi ne peut défendre ce qu'elle permet* »<sup>1742</sup>. Il y a abus de droit « *lorsqu'un individu, sans dépasser les limites objectives de son droit, se sert de celui-ci pour*

---

<sup>1738</sup> Jean-Pierre Sortais, *Ibid*, n°3.

<sup>1739</sup> Il s'agit du détournement de la législation fiscale pour obtenir un résultat ne correspondant pas à l'esprit de la législation. Article L.64 du Livre des Procédures Fiscales : « *Afin d'en restituer le véritable caractère, l'administration est en droit d'écarter, comme ne lui étant pas opposables, les actes constitutifs d'un abus de droit, soit que ces actes ont un caractère fictif, soit que, recherchant le bénéfice d'une application littérale des textes ou de décisions à l'encontre des objectifs poursuivis par leurs auteurs, ils n'ont pu être inspirés par aucun autre motif que celui d'éluider ou d'atténuer les charges fiscales que l'intéressé, si ces actes n'avaient pas été passés ou réalisés, aurait normalement supportées eu égard à sa situation ou à ses activités réelles* ».

<sup>1740</sup> Cass. Req. 16 novembre 1943, S. 1947.1.15, note R. Houin.

<sup>1741</sup> François Terré, Introduction générale au droit, Précis Dalloz, 6<sup>ème</sup> édition, n°395.

<sup>1742</sup> *Ibid*.

*nuire à autrui* »<sup>1743</sup>. Cette théorie est née avec le droit de propriété. Le propriétaire a un droit d'usage absolu de son bien pourvu qu'il ne viole pas les lois et règlements<sup>1744</sup>. Le propriétaire ne peut cependant pas abuser de son droit pour poursuivre une finalité malveillante, c'est ce qui ressort de l'arrêt dit Clément Bayard, fondateur en la matière<sup>1745</sup>. La Chambre des Requêtes avait jugé que la Cour d'Appel avait condamné à raison, et avec une base légale, le propriétaire ayant procédé à des installations dans l'unique dessein d'endommager les dirigeables de son voisin<sup>1746</sup>. C'est donc bien dans cette théorie qu'est né l'abus de droit en matière de fonctionnement de la société.

**562.** On peut songer à sortir du cadre restrictif de l'abus de minorité pour se demander si l'actionnaire, propriétaire des actions, ne pourrait pas se voir condamner pour un abus de son droit de propriété. L'hypothèse serait que, dans certains cas, l'actionnaire en vendant ses actions, et si cette vente entraîne un changement de contrôle, pourrait abuser de son droit. Il faudrait préalablement que cette vente soit manifestement néfaste à l'intérêt de la société et qu'elle lui porte préjudice. Surtout, et c'est là que le bât blesse, il faudrait que l'actionnaire se sépare de ses titres avec le dessein de nuire aux autres propriétaires de la société. Si une telle intention n'est pas démontrée, un tel abus ne saurait être constitué<sup>1747</sup>. On peut même penser que le propriétaire peut faire preuve d'une certaine malice sans que cette dernière soit pour autant abusive<sup>1748</sup>. Or, il paraît difficilement concevable qu'un actionnaire vende ses titres uniquement pour porter atteinte à la société ou aux autres actionnaires. Surtout, dans le cadre de l'arbitrage financier, l'actionnaire cherchera à réaliser un bénéfice le plus rapidement possible. Cette attitude, nous l'avons vu, sera problématique et on peut légitimement la reprocher à ces actionnaires. Rien ne laisse cependant penser qu'ils font cela dans le but de porter préjudice à d'autres actionnaires ou à la société. La réalisation d'une plus-value, aussi illégitime soit-elle, peut difficilement être motivée par la volonté de nuire aux autres actionnaires. La preuve de cet élément sera extrêmement compliquée à rapporter dans le cadre

---

<sup>1743</sup> *Ibid.*

<sup>1744</sup> Article 544 C. civ. : « *La propriété est le droit de jouir et disposer des choses de la manière la plus absolue, pourvu qu'on n'en fasse pas un usage prohibé par les lois ou par les règlements* ».

<sup>1745</sup> François Terré, *Ibid.* Cass. Req., 3 août 1915, Coquerel c. Clément Bayard.

<sup>1746</sup> *Ibid.* : « (...) que le dispositif ne présentait pour l'exploitation du terrain de Coquerel aucune utilité et n'avait été érigée que dans l'unique but de nuire à Clément-Bayard, sans d'ailleurs, à la hauteur à laquelle il avait été élevé, constituer au sens de l'article 647 du code civil, la clôture que le propriétaire est autorisé à construire pour la protection de ses intérêts légitimes ; que, dans cette situation des faits, l'arrêt a pu apprécier qu'il y avait eu par Coquerel abus de son droit (...) ».

<sup>1747</sup> *Ibid.* Il est en effet absolument nécessaire qu'une intention malicieuse du propriétaire soit établie.

<sup>1748</sup> *Ibid.* 3<sup>ème</sup> Civ., 8 novembre 2000 ; Bull. civ. III, n°167. « *Le fait, pour l'exproprié, entrepreneur de travaux publics, de déposer des gravats sur le terrain exproprié entre la date de fixation de l'indemnité et celle de la prise de possession ne constitue pas un abus de droit, dès lors qu'il continuait d'en avoir la jouissance jusqu'à la prise de possession* » ; Note 43 sous l'article 544 du Code Civil, Code Civil, Dalloz, 111<sup>ème</sup> édition.

de l'arbitrage financier. Ensuite, nous n'avons pas trouvé trace d'une jurisprudence estimant que la vente d'un bien pouvait constituer un abus de propriété. Au vu de l'ensemble de ces éléments, nous ne pouvons conclure à ce que l'arbitrage financier puisse consister en un abus du droit de propriété.

**563. La recherche d'un équilibre.** En se détachant de la constitution d'un abus de minorité ou d'un abus de majorité, il apparaît que la question soulevée est aussi celle de l'équilibre à trouver en matière de protection de la société et du droit des actionnaires. La société, surtout avec une conception mixte de l'intérêt social, a ses intérêts propres. Elle a des cocontractants divers. Le juge et le législateur, en toute matière, ont toujours cherché à apporter de la sécurité juridique aux contractants. En l'espèce, le juge ne peut délaissier les intérêts des cocontractants de la société pour sacraliser ceux des actionnaires. Il ne peut surtout pas permettre le blocage de la direction de la société du fait de la volonté d'un actionnaire minoritaire de nuire à la majorité, ou pour toute autre raison. Avec cette notion, est donc à la recherche d'un équilibre permanent en veillant à ce que chacun puisse exercer ses droits sans pour autant porter une atteinte disproportionnée au fonctionnement de la société.

**564.** Cette recherche de l'équilibre démontre bien qu'il existe une limite fondamentale au développement de ces théories. L'actionnaire détient un droit de propriété, droit qui est protégé par la loi<sup>1749</sup>, les conventions internationales<sup>1750</sup> et, dans une certaine mesure, par la constitution<sup>1751</sup>. Le juge doit donc prendre garde à ne pas enfreindre ces droits plus que nécessaires pour garantir un fonctionnement correct de la société. On peut aussi estimer que les actionnaires minoritaires ont un droit de contester les décisions de la majorité. Les actionnaires majoritaires ne sont pas les seuls à pouvoir développer une vision sur ce qu'est l'intérêt de la société<sup>1752</sup>. On peut même penser que les actionnaires minoritaires, comme la minorité au Parlement, ont un certain droit à l'obstruction ou à la contestation effective des décisions de la majorité<sup>1753</sup>. Dès lors, le droit de vote ne devient pas un droit fictif quand le propriétaire des actions est dans la minorité. Le juge devra uniquement sanctionner les abus,

---

<sup>1749</sup> Article 544 C. civ.

<sup>1750</sup> Article 1<sup>er</sup> du Protocole additionnel n°1 de la Convention Européenne de sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés Fondamentales. Ce droit a été reconnu par la Cour Européenne des Droits de l'Homme (CEDH, 13 juin 1979, *Marckx c. Belgique*, Série A, n°31). La Cour Européenne des Droits de l'Homme a reconnu que des parts sociales ou des actions constituaient des biens protégés par les dispositions de la Convention (CEDH, 5 octobre 2006, *Pokis c. Lettonie*, n°528/02).

<sup>1751</sup> *Infra* n°712.

<sup>1752</sup> Alain Viandier, *Abus de minorité*, *Rev. Soc.*, 2013, p.150

<sup>1753</sup> Jean-Pierre Sortais, *Abus de droit*, *Rép. sociétés Dalloz*, n°42.

d'où la demande d'un élément subjectif, et non de la simple constatation d'un blocage de la minorité. Ces éléments constituent des limites fondamentales à la créativité du juge en la matière. Ce dernier ne sortira pas du cadre de l'abus, ou ne dénaturera pas la notion d'abus, s'il risque de porter une atteinte disproportionnée aux droits des actionnaires minoritaires.

## **2. Une pratique confinant à l'abus de minorité.**

**565.** La pratique de l'arbitrage financier pendant les offres publiques confine à l'abus de minorité étant donné que les éléments constitutifs de ce dernier sont réunis (a). Cependant, l'application de ce dernier sera limitée du fait du comportement des arbitragistes (b).

### **a. L'arbitrage confine à l'abus de minorité.**

**566. La rencontre des critères.** L'arbitrage financier se rapproche fortement des critères de l'abus de minorité et les remplit même parfois. Tout d'abord, concernant l'action qui est contraire à l'intérêt social, l'arbitrage financier peut remplir ce critère. Une première approche serait d'estimer que l'action des actionnaires pratiquant l'arbitrage financier serait contraire à l'intérêt social dès lors que ces derniers ne prendraient en compte que la seule valorisation de la société dans l'offre pour effectuer leur choix. Cette approche semble cependant trop sévère. Cela n'implique pas que les intérêts de la société soient menacés. Il nous semble, et cette approche est plus restrictive, qu'une telle décision d'apporter ses titres à l'offre pourrait s'avérer contraire à l'intérêt social s'il apparaît que l'offre est manifestement contraire à l'intérêt de la société. Ce cas sera particulièrement rare. Un exemple serait une offre sur une société, non pour son activité industrielle, mais pour les actifs qu'elle détient afin de revendre ces derniers par la suite. Dans ce cas, si l'offre est manifestement contraire à l'intérêt social, on pourrait qualifier l'acte d'apporter ses titres à l'offre de contraire à ce même intérêt. L'acte ne serait pas contraire à l'intérêt en lui-même mais bien parce qu'il faciliterait la réalisation d'une opération elle-même contraire à l'intérêt social. Cette approche, plus limitée que la première, mais plus réaliste, vient fortement limiter les cas d'applicabilité de l'abus de minorité à l'arbitrage financier. En tout cas, la contrariété tiendra à la contrariété de l'offre par rapport à la société.

**567.** Il faudrait aussi démontrer que l'actionnaire poursuit un intérêt égoïste. On peut soutenir que réaliser une seule plus-value financière est un intérêt égoïste qui peut parfois être à l'opposé de l'intérêt de la société. Il faudra alors démontrer que cet actionnaire ne prête aucune intention au développement de la société mais se concentre uniquement sur son intérêt financier personnel. Relevons qu'il n'est d'ailleurs par certain que ce comportement corresponde à un intérêt égoïste. L'intérêt égoïste, éclairé avec l'intention de nuire caractéristique de l'abus de droit, semble aussi impliquer une volonté de porter atteinte aux intérêts des actionnaires en place. On peut douter que ce soit le cas.

**568. Les difficultés.** L'utilisation de l'abus de minorité dans le cadre de l'arbitrage financier ne va donc pas sans poser des difficultés majeures. En premier lieu, les cas dans lesquels un tel abus de minorité pourrait être constitué apparaissent comme étant assez limités. Ils tiendront nécessairement à l'initiation d'une offre manifestement contraire à l'intérêt social de la société cible. Cette situation sera en soi rare. De plus, caractériser qu'une offre est nécessairement contraire à l'intérêt social de la société sera source de débat. Aucun jugement sur cette question n'est réellement susceptible d'intervenir. L'AMF n'a pas à se prononcer sur cette question lorsqu'elle étudie les documents de l'offre. Il est aussi douteux qu'un initiateur l'indique clairement. Cette situation serait donc caractérisée uniquement dans le cadre d'une offre particulièrement caricaturale.

**569.** Une nouvelle difficulté peut aussi apparaître avec le fait que la jurisprudence semble demander qu'il y ait un blocage à l'encontre d'une opération essentielle pour la société<sup>1754</sup>, jurisprudence à laquelle la cour de cassation apparaît fidèle<sup>1755</sup>, mais dont on peine à voir comment elle peut se concrétiser dans le cadre d'un abus de minorité positif.

**570.** Une troisième difficulté majeure tiendra à la preuve de l'intérêt égoïste de l'actionnaire. Cette action devra être intentée par un autre actionnaire de la société, et non par cette dernière, et ce premier supportera donc aussi la charge de la preuve<sup>1756</sup>. Cet actionnaire devra prouver que l'investisseur pratiquant l'arbitrage financier poursuivait bien un intérêt égoïste. Cette preuve devra être rapportée par le comportement de cet actionnaire lors de l'offre. Tout comme pour la caractérisation d'une contrariété à l'intérêt social, il nous semble

---

<sup>1754</sup> Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau dans sa thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », sous la direction de Jean-Jacques Daigre, publié chez Dalloz, Thèmes & Commentaires, n°375 ; Cass. Com. 15 juillet 1992, Mme Six, épouse Laurent c. SA Tapisseries de France, Bull. Civ. IV, n°279.

<sup>1755</sup> *Ibid.* Voir notamment : Cass. Com., 19 octobre 1999, Cie générale de chauffe, c. Géma investissements et Multi croissance, Dr. sociétés, 2000, n°1, p.7.

<sup>1756</sup> Alain Viandier, Abus de minorité, Rev. Soc., 2013, p.150

que rapporter une telle preuve ne sera possible que dans le cas d'une situation particulièrement caricaturale. On peut aussi discuter des critères qui pourraient être retenus pour constater un intérêt égoïste des actionnaires pendant une offre publique. L'abus de minorité reste un instrument que le juge manie avec précaution, s'il devait reconnaître dans le cadre de l'arbitrage financier, on peut estimer qu'il ne le ferait que dans des situations particulièrement exigeantes. Seuls des comportements particulièrement condamnables pourraient rentrer dans ce champ.

**571.** La question de la rencontre des critères par l'arbitrage financier reste donc possible en théorie. Dans certains cas, une action d'un actionnaire, motivée par un intérêt égoïste et contraire à l'intérêt social pourrait éventuellement constituer un abus de minorité. Il apparaît en tout cas clairement que la pratique de l'arbitrage financier peut confiner à l'abus de minorité dans certains cas.

#### b. Une application limitée.

**572. L'inapplicabilité au règlement livraison.** L'abus de minorité à l'arbitrage financier apparaît délicat à appliquer à la vente des titres par les actionnaires arbitragistes en cours d'offre ou si ces derniers acceptent l'offre de l'initiateur. Concernant la vente des titres, nous avons déjà relevé qu'il s'agissait d'une faculté fondamentale intimement liée au droit de propriété de l'actionnaire sur ses titres. « *La propriété est le droit de jouir et de disposer des choses de la manière la plus absolue (...)* »<sup>1757</sup>. Il apparaît compliqué de reprocher un abus de minorité à un actionnaire qui aurait vendu ses titres en cours d'offre. Il s'agit de sa liberté et l'effet préjudiciable sur la société apparaît au mieux indirect. Concernant l'acceptation de l'offre et l'apport des titres lors du règlement-livraison la question est différente mais semble recevoir la même réponse. Dans ce cas la responsabilité de l'actionnaire pourra apparaître plus importante étant donné que c'est par cette opération que le changement de contrôle s'effectuera. Cependant, ici aussi, il s'agit d'une liberté essentielle attachée au droit de propriété de l'actionnaire. Il apparaît très compliqué de venir reprocher à ce dernier d'avoir utilisé son droit de propriété suivant les prescriptions de la loi. A notre sens, la qualification d'abus de minorité doit être écartée à la fois lors de la vente des titres pendant l'offre et au

---

<sup>1757</sup> Article 544 C. civ.

moment du règlement livraison. Ces comportements confinent à l'abus de minorité sans pour autant pleinement en constituer un.

**573.** Si un tel abus était constitué se poserait aussi la question de la sanction. Une telle sanction n'interviendrait qu'après la vente des titres ou le règlement livraison. Il nous semble que le comportement de l'actionnaire est condamnable mais ne rend pas le contrat vicié pour autant. Il ne s'agit pas de la violation d'une réglementation ou d'une disposition d'ordre public, dès lors l'annulation du contrat sur le fondement d'une cause contraire paraît très peu probable<sup>1758</sup>. Surtout, on voit difficilement quel serait l'intérêt à agir de la société où d'un autre actionnaire qui sera, par définition, tiers au contrat. De la même manière, cela ne nous semble pas pouvoir constituer un vice du consentement étant donné que la contrepartie de l'actionnaire n'est clairement pas induite en erreur<sup>1759</sup>. On voit donc mal quelle sanction pourrait être appliquée si une telle qualification était retenue. Outre donc la difficile qualification d'abus de minorité on voit mal quelle sanction adéquate pourrait être appliquée. Contrairement à une sanction en assemblée générale que l'on peut annuler, il n'est pas possible d'annuler le règlement livraison et de le réorganiser en forçant un actionnaire à ne pas apporter ses titres à l'offre<sup>1760</sup>.

**574. Une application au vote en assemblée générale.** Si un abus de minorité était effectivement constitué nous pensons que son champ d'application serait limité à l'assemblée générale ayant vocation à se prononcer sur les mesures en cours d'offre. Nous avons vu que l'assemblée générale est le terrain de naissance de l'abus de minorité. Le juge sera tout à fait en mesure de regarder comme constitué un abus de minorité dans le cadre d'une assemblée générale, auquel cas il aura toute latitude pour le sanctionner. L'assemblée générale sur les mesures d'offre étant la seule qui puisse être convoquée pendant la période d'offre et avoir une réelle influence sur l'issue de cette dernière c'est seulement dans ce cadre particulièrement restreint qu'un abus de minorité pourrait être commis par un actionnaire pratiquant l'arbitrage financier. Il s'agirait d'un actionnaire qui, intéressé par le seul succès de l'offre, voterait contre la mise en place de mesures de défense qui auraient permis de neutraliser une offre contraire à l'intérêt de la société. C'est donc dans un cadre très restreint

---

<sup>1758</sup> Article 1133 C. civ.

<sup>1759</sup> François Terré, Philippe Simler et Yves Lequette, Droit Civil – Les Obligations, Droit privé, Précis Dalloz, n°204.

<sup>1760</sup> C'est ce mode de sanction qui avait été retenue pour sanctionner un abus de minorité survenue lors du vote en assemblée générale après que la décision valant vote ait été refusée par la Cour de cassation. Jean-Pierre Sortais, Abus de droit, Répertoire des sociétés Dalloz, n°59 et suivants.

que l'abus de minorité pourrait trouver à s'appliquer et il faudrait un comportement particulièrement caricatural de l'actionnaire arbitragiste.

575. Dans un tel cas la sanction serait l'annulation de l'assemblée générale et la convocation d'une nouvelle avec un mandataire chargé de voter à la place de l'actionnaire. Cette solution, compliquée en droit commun, le serait d'autant plus en période d'offre publique. Il faudrait annuler la première assemblée générale et en convoquer une nouvelle alors même que l'offre aurait déjà été clôturée et le règlement-livraison intervenu. Ceci semble possible en théorie, on voit cependant difficilement un juge y recourir. La sanction serait donc probablement plus une sanction sous forme de dommages et intérêts. Ceci ne signifie d'ailleurs pas que la sanction serait inadéquate. Une condamnation à des dommages et intérêts extrêmement élevés serait probablement de nature à dissuader ces actionnaires de pratiquer l'arbitrage financier. Cela interviendrait de manière postérieure à l'offre publique et ne serait clairement pas en mesure de remettre en cause cette dernière.

## **§2. L'émergence de devoirs pour l'actionnaire.**

576. L'abus de minorité n'est pas de nature à apporter une réponse satisfaisante au phénomène de l'arbitrage financier dans les offres publiques car son champ d'application est trop restreint. L'ensemble de ces constatations et cette nouvelle approche des actionnaires conduit à s'interroger sur la définition de l'actionnaire et sur son rôle. On peut se demander si une obligation positive plus large que le seul abus de minorité ne serait pas la réponse adéquate. La vision qui se dégage à l'heure actuelle est celle d'une vision nouvelle de l'actionnaire, pleinement engagé dans le contrôle des dirigeants de la société et prenant part aux décisions importantes, notamment en assemblée générale. On peut se demander si cette vision ne se trouverait par couronnée dans l'émergence d'une nouvelle obligation de loyauté pour les actionnaires (A). Cette vision est d'ailleurs présente dans le droit français à travers certaines dispositions législatives et rejoint un courant plus général d'exigence de loyauté en droit des affaires (B).

## **A. La vision d'un actionnaire engagé et loyal.**

577. La vision de l'actionnaire a évolué ces dernières décennies, tout comme l'actionnariat lui-même. Cette nouvelle vision est celle d'un actionnaire s'impliquant dans le contrôle de la société et des dirigeants. Cet actionnaire ne serait plus un simple détenteur des titres de la société mais on attendrait de lui qu'il s'implique pleinement dans le contrôle de la gestion de cette dernière (1). On peut d'ailleurs se demander si un devoir de loyauté spécifique ne vise pas les actionnaires (2). Un tel devoir de loyauté existe déjà en droit des sociétés et tend à se développer de manière plus générale dans la vie des affaires.

### **1. Les devoirs de l'actionnaire.**

578. La question sur le rôle de l'actionnaire amène forcément à s'interroger sur la définition de ce dernier en droit des sociétés et sur les devoirs qui pourraient être attachés à son rôle. L'actionnaire est libre de gérer ses titres comme il le souhaite. Il jouit d'un principe de liberté entier (a). Le législateur développe cependant une volonté d'impliquer ces investisseurs dans le contrôle et la direction de la société (b).

#### **a. Le principe de liberté.**

579. **Définition de l'actionnaire.** L'actionnaire est au cœur du droit des sociétés par actions. Il se rattache à une catégorie plus générale qui est celle de l'associé. Selon la conception traditionnelle « *L'associé est un être à part. Partie au contrat de société, il se distingue des autres apporteurs de capitaux comme la société se distingue des autres contrats de financement. Il est, pour reprendre les termes de l'article 1832 C. civ., celui qui affecte à l'entreprise ses biens ou son industrie en vue de partager le bénéfice ou profiter de l'économie qui pourra en résulter, et qui s'engage à contribuer aux pertes. Son apport est rémunéré par des droits sociaux dont la valeur fluctue en fonction des résultats de l'activité de l'entreprise, et dont le remboursement n'intervient qu'au terme de l'existence sociale*

*après désintéressement de tous les créanciers* »<sup>1761</sup>. Il diffère fondamentalement du prêteur qui n'aura pas de droits politiques, recevra une rémunération perçue à l'avance et ne partagera pas d'affectio societatis avec les autres associés. « *Percevant les bénéfices et participant aux pertes, l'associé accepte de courir le risque de l'exploitation ; il épouse le sort de la société, dans l'heur et le malheur* »<sup>1762</sup>. L'associé dispose de droits politiques, il peut influencer directement sur le destin de l'entreprise en fonction de ses choix lorsque la parole lui est donnée. D'autres personnes peuvent avoir une influence sur cette stratégie<sup>1763</sup> mais seul l'associé aura une influence juridique directe.

**580.** Plus spécifiquement, l'actionnaire est l'associé d'une société par actions. Il est le propriétaire juridique d'une action, c'est-à-dire d'une partie du capital de la société. C'est cette seule qualité, à savoir d'être le propriétaire des actions dont la valeur nominale est représentée à l'actif, qui permet à une personne d'avoir la qualité d'actionnaire<sup>1764</sup>. Il s'agit donc d'un critère de propriété. La différence fondamentale avec l'associé d'une société civile sera qu'il aura un droit de vote proportionnel à sa participation au capital de la société<sup>1765</sup> et que sa responsabilité sera limitée à ses apports<sup>1766</sup>. Cette absence de réglementation traduit une certaine liberté conférée aux actionnaires. Ils disposent eux aussi de droits politiques qui leur sont spécifiques, notamment le droit de vote qui leur permet de s'exprimer lors des assemblées générales.

**581. Le libre exercice de ses droits.** Les actions confèrent des droits politiques au premier rang desquels se trouve le droit de vote qui est proportionnel à la quotité de capital détenue<sup>1767</sup>. Le droit de vote est l'un des éléments les mieux protégés des attributs de l'associé et donc de l'actionnaire<sup>1768</sup>. La jurisprudence estime que le droit pour chaque associé de participer aux décisions collectives est prévu par la loi et, dès lors, aucune disposition statutaire ne peut les priver de ce droit, sauf à ce que cette privation ait été prévue par le

---

<sup>1761</sup> Alain Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse, Paris I, 1999, n°331.

<sup>1762</sup> *Ibid.*

<sup>1763</sup> On peut notamment penser aux clauses présentes dans les conventions de crédit qui imposent aux sociétés certains objectifs en terme financier sous peine de voir une partie de la structure financière du prêt évoluer de manière défavorable pour elles.

<sup>1764</sup> Alain Pietrancosta, *Ibid.* T. com. Seine, 23 octobre 1950.

<sup>1765</sup> Article L.225-122 C. Com.

<sup>1766</sup> Article L.225-1 C. Com.

<sup>1767</sup> Article L.225-122-I C. com. : « *Sous réserve des dispositions des articles (...), le droit de vote attaché aux actions de capital et de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputé non écrite* ».

<sup>1768</sup> Article 1844 C. civ. : « *Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives* ».

législateur lui-même<sup>1769</sup>, jurisprudence confirmée<sup>1770</sup>. Cette protection absolue du droit de vote traduit clairement que ce dernier est un droit fondamental de l'actionnaire et que son libre exercice doit être protégé par le juge.

**582.** Le droit des actionnaires de disposer de leurs titres n'est pas restreint pas le législateur dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Le principe est la libre négociabilité des actions<sup>1771</sup>. Nous avons vu que le législateur empêche même toute restriction. Dans les sociétés non cotées, des restrictions peuvent être apportées à la libre négociabilité des actions mais cela reste exceptionnel et est expressément autorisé par la loi<sup>1772</sup>. Les droits politiques qui sont conférés aux actionnaires ne sont pas restreints. Aucun principe général ne vient limiter leur usage, sauf l'interdiction d'en abuser comme nous avons déjà eu l'occasion de l'étudier. L'actionnaire est fondamentalement libre de jouir de ses actions comme il l'entend et selon sa propre volonté. Le droit des sociétés est conforté dans cette approche par l'ensemble des analyses juridiques et économiques. Le mouvement de *corporate governance* estime que l'actionnaire apparaît comme étant le mieux à même d'effectuer le contrôle de la gestion de la société<sup>1773</sup> pour deux raisons. La première, juridique, tient au fait que l'actionnaire apparaît comme étant le plus légitime à exercer ces droits sans la moindre restriction. Cela tient à l'essence contractuelle de la société dans laquelle l'actionnaire, et plus encore l'associé, est partie au contrat<sup>1774</sup>. L'actionnaire ne fait qu'user d'un droit qui lui est conféré par ce contrat. Cette participation au contrat lui donne une légitimité pour détenir le droit de vote étant donné qu'il est à l'origine de cette entreprise économique. Cette approche tend à être mise sous pression par les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Tout comme l'affectio societatis, la nature contractuelle de la société dont les titres sont cotés est fortement atténuée par cette

---

<sup>1769</sup> Alain Pietrancosta, *Ibid.* C'est ce qui résulte de la célèbre décision Château d'Yquem. Cass. Com. 9 février 1999, Bull. civ. IV, n°44.

<sup>1770</sup> Alain Pietrancosta, *Ibid.* Dans un arrêt Art et Entreprises, la Cour de cassation a clairement énoncé que les statuts ne peuvent déroger au droit de participer aux décisions collectives et de voter que dans les cas prévus par la loi. Cass. Com. 23 octobre 2007 ; Bull. Civ IV, n°225.

<sup>1771</sup> Alain Pietrancosta, *Ibid.* Cass. Com. 22 octobre 1969 ; Bull. civ. IV, n°307.

<sup>1772</sup> La loi autorise ainsi les clauses d'agrément dans les sociétés non cotées, Article L.228-23 alinéa premier C. com. Ceci est clairement précisé dans la SAS (L.227-14 C. com.), société dans laquelle une clause d'exclusion peut aussi être prévue (Article L.227-16 C. com.).

<sup>1773</sup> Japp Winter, Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership. RTDF, 2012, n°1, p.4: "*La bonne corporate governance, selon la vision modern exprimée dans les divers code de corporate governance, suggère que les actionnaires doivent pleinement participer dans le processus de prises de décision lors des assemblées générales*".

<sup>1774</sup> *Ibid.* : "*Traditionnellement, il y a eu des prémices en droit des sociétés; l'assemblée générale a des pouvoirs importants, et les actionnaires sont en mesure de voter lors de l'assemblée. (...), ces prémices sont fondés sur le développement d'une société fondée sur le modèle contractuel. Les associés deviennent des actionnaires d'une société qui est souvent ressentie comme un contrat entre eux*".

cotation<sup>1775</sup>. Les actionnaires détiennent le droit de vote mais s'intéressent en général moins à la vie sociale. La doctrine économique est venue en support de cette analyse juridique pour légitimer le rôle central de l'actionnaire et l'octroi de droits politiques. Les actionnaires sont les « *residual claimants* », ceux qui portent le risque ultime de la société étant donné qu'ils ne seront remboursés qu'une fois que l'intégralité des autres créanciers auront été désintéressés. Dès lors, ils sont les mieux à même de donner des orientations stratégiques à la société et de contrôler cette dernière<sup>1776</sup>. Cette théorie implique de conférer des droits de vote aux actionnaires et que ces droits de vote soient en proportion de leur participation au capital de la société. L'actionnaire apparaît toujours, même si le fondement juridique est peut être plus ténu, comme le détenteur légitime du droit de vote de la société.

**583.** Cette théorie veut aussi que l'actionnaire puisse utiliser ses droits de vote en toute liberté. Etant donné qu'il est juridiquement légitime et économiquement le mieux à même de les détenir, on voit peu de motifs pouvant soutenir une éventuelle restriction de l'utilisation de ces droits, sauf à ce que cette utilisation porte atteinte aux droits des autres actionnaires. Ceci repose peut-être sur une vision un peu trop idéalisée de l'actionnaire, qui ne prend pas en compte le développement des mathématiques financières<sup>1777</sup>. Il n'en reste pas moins qu'il s'agit probablement de la vision actuellement à l'œuvre en droit des sociétés et que le droit positif n'impose pas vraiment de contrainte particulière sur le droit de vote des actionnaires.

#### b. La volonté d'impliquer les actionnaires

**584. La question des devoirs des actionnaires.** Les actionnaires sont donc totalement libres d'user la propriété de leurs titres et les droits politiques comme ils le souhaitent. La question qui se pose est de savoir si les actionnaires ont des devoirs en tant qu'actionnaires.

---

<sup>1775</sup> *Ibid* : "Cependant, l'approche contractuelle de la société est sous pression dans les sociétés cotées ou les actionnaires sont souvent en retrait de la société et de ses affaires et sont beaucoup plus investisseurs qu'actionnaires".

<sup>1776</sup> *Ibid*. Paul L. Davies, Guido A. Ferrarini, Klaus J. Hopt, Alain Pietrancosta, Rolf. R. Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap W. Winter, Eddy Wymeersch, Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework", 22 Juillet 2011, RTDF, 2011, n°4, p.153: "L'argument tradition pour mettre le contrôle ultime de la société dans les mains des actionnaires et encourager ces derniers à utiliser ces pouvoirs de contrôle dans des circonstances appropriées est que les actionnaires sont les créanciers résiduels des revenus de la société et ont en conséquence une forte incitation à réduire les coûts de production de la société, pour le bénéfice de la communauté toute entière". Pour approfondir cette théorie: FJ Easterbrook, DR Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, p.67.

<sup>1777</sup> *Ibid*.

Le droit de propriété des actions et la responsabilité limitée des actionnaires sont les attributs fondamentaux de la société par actions. Cet avantage peut parfaitement être associé à un devoir de participer au succès de l'entreprise commune<sup>1778</sup>. Les actionnaires ne bénéficieraient pas d'une telle protection sans aucune contrepartie. Ils devraient s'impliquer dans la vie de la société pour en assurer le succès économique.

**585.** La question des devoirs des actionnaires renvoie au mouvement de *stewardship* qui se développe à travers l'Union Européenne. Le constat d'une certaine passivité des investisseurs institutionnels dans le contrôle des dirigeants semble aujourd'hui partagé à l'échelle de l'Union. Un mouvement se fait clairement jour pour encourager l'investissement de long-terme et revoir la réglementation conduisant les actionnaires à trop diversifier leur portefeuille<sup>1779</sup>. La réflexion est clairement à l'œuvre pour modifier une partie de la réglementation et introduire ce qui tend à ressembler à des devoirs pour les actionnaires. Ces derniers sont maintenant au cœur des débats quant à une amélioration des règles de *corporate governance*<sup>1780</sup>. Ce débat ne vise pas à jeter nécessairement l'opprobre sur les actionnaires de court-terme qui peuvent avoir des effets bénéfiques<sup>1781</sup>. Il vise à améliorer le contrôle des dirigeants par les actionnaires, notamment en s'attachant aux sociétés et non à seulement suivre le marché. Il s'agit donc de lever les barrières faisant obstacle à ce contrôle, de probablement modifier les règles de gestion des portefeuilles des compagnies d'assurance et de manière plus générale de modifier les réglementations pouvant encourager les réglementations de court-terme. Cette évolution peut notamment passer par une réflexion sur la rémunération des gérants de fonds<sup>1782</sup>, leur indépendance lorsqu'ils sont liés à une banque d'investissement<sup>1783</sup> et faciliter leur coopération<sup>1784</sup>. Il apparaît enfin qu'il serait souhaitable de faciliter les prises de position de ces investisseurs lors des assemblées générales en

---

<sup>1778</sup> Gaëtane Schaeken Willemaers, *The European call for more shareholders' engagement: state of play and way forward*, RTDF, 2011, n°4, p.164: "*Les droits de propriétés et les avantages de la responsabilité limitée doivent être considérés comme étant associés avec un devoir correspondant pour atteindre les objectifs de la société Il s'agit de la base des devoirs des actionnaires de s'engager, c'est à dire de s'assurer que la valeur provient bien de la prise en compte efficace des sous-performanc*".

<sup>1779</sup> Japp Winter, *Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership*, RTDF, 2012, n°1, p.4.

<sup>1780</sup> Paul L. Davies, Guido A. Ferrarini, Klaus J. Hopt, Alain Pietrancosta, Rolf. R. Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap W. Winter, Eddy Wymeersch, *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, 22 July 2011, RTDF, 2011, n°4, p.153.

<sup>1781</sup> *Ibid* : « *Cependant, notre point principal est que nous n'avons pas une compréhension très développée de la relation entre les stratégies d'investissement et les interventions dans les sociétés détenues en portefeuille ou sur les liens entre de telles interventions et le succès à long-terme des sociétés détenues en portefeuille. Certaines interventions avec des investisseurs qui ont des objectifs de court-terme est bonne car elles apportent du changement que les investisseurs de long-terme veulent sans pouvoir les amener par eux-mêmes* ».

<sup>1782</sup> *Ibid*, Question 14.

<sup>1783</sup> *Ibid*, Question 15.

<sup>1784</sup> *Ibid*, Question 16.

modifiant les règles de convocation et de fonctionnement de ces dernières, comme en favorisant les *proxy fights*<sup>1785</sup>. A l'heure actuelle, les réflexions provenant du Livre Vert de la Commission Européenne ne visent pas réellement à imposer des devoirs aux actionnaires des sociétés cotées. L'approfondissement de la réflexion sur ce mouvement de *stewardship* porte en germe une réflexion plus profonde sur le rôle de l'actionnaire et sur ses devoirs<sup>1786</sup>. Cette réflexion est fondée sur la notion d'*enlightened shareholder value* que nous avons précédemment décrite<sup>1787</sup>. Les réflexions actuellement à l'œuvre passent pas un accroissement des droits des actionnaires pour contrôler les dirigeants, notamment en encourageant l'investissement à long-terme avec des droits de vote multiples ou des dividendes plus élevés<sup>1788</sup>. Ceci passe aussi par une refonte de la réglementation qui soit plus favorable à l'implication des actionnaires. L'étape suivante semble ni plus ni moins être une réflexion sur d'éventuels devoirs de ces actionnaires. Après avoir encouragé ces derniers à effectuer leur devoir de contrôle pointent à l'horizon des mesures plus coercitives. Ceci se voit à travers le *Stewardship Code* anglais et les réflexions pour la mise en place d'un texte similaire au niveau européen. Ceci transparait aussi des réflexions autour d'autres mesures comme la transparence sur l'exercice du droit de vote par les gérants de fonds<sup>1789</sup>.

**586. Les obligations sur les droits de vote.** A l'heure actuelle, les actionnaires ne sont pas totalement dénués de devoirs. L'exemple de la réglementation entourant l'exercice du droit de vote des OPCVM est symptomatique en la matière. Ces derniers sont des intermédiaires financiers, ils ont donc des clients à qui rendre compte. Ensuite, ils pèsent de manière très importante au capital des sociétés et il apparaît pertinent de réglementer l'exercice de leur droit de vote si l'on souhaite augmenter le contrôle par les actionnaires. Le dispositif en vigueur en France apparaît très complet<sup>1790</sup>. La société de gestion de portefeuille doit tout d'abord établir un document dénommé « politique de vote » « *qui présente les conditions dans lesquelles elle entend exercer les droits de vote attachés aux titres détenus*

---

<sup>1785</sup> *Ibid*, Question 20.

<sup>1786</sup> Gaëtane Schaeken Willemaers, The European call for more shareholders' engagement: state of play and way forward, RTDF, 2011, n°4, p.164.

<sup>1787</sup> *Ibid* : « Principalement, la position défendue dans cet article peut être dénommée comme une "maximisation de la valeur des actionnaires avec une vision à long-terme". Les sociétés poursuivant la maximisation de valeur des actionnaires ont un effet positif sur toute la valeur social et doivent le faire avec des orientation de long-terme pour une croissance soutenable et des profits fondés sur une attention responsable aux intérêts des autres parties prenantes. (...) Ce concept implique que les sociétés doivent être dirigées avec des perspectives d'elong-terme et visent la continuité".

<sup>1788</sup> *Ibid*.

<sup>1789</sup> *Ibid*.

<sup>1790</sup> Article L.534-4 C. Mon. Fin. ; Jean-Marc Moulin, Propos introductif sur le droit de vote de l'actionnaire, Colloque : Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes 13 octobre 2011, RTDF, 2011, n°4, p.5.

par les OPCVM dont elle assure la gestion »<sup>1791</sup>. Ce document doit notamment préciser à quels principes le gérant entend se référer, autrement dit selon quelle politique il va effectuer ses choix pour exercer son droit de vote. L'OPCVM doit ensuite indiquer comment elle a utilisé ces droits de vote en assemblée générale dans un rapport annuel<sup>1792</sup>. Enfin, elle doit pouvoir fournir des éléments pour expliquer les raisons de son vote au régulateur et à ses clients<sup>1793</sup>. Il s'agit donc d'un véritable encadrement du droit de vote de certains actionnaires qui s'apparente même à un exercice obligatoire du droit de vote. Il existe bel et bien des devoirs attachés à la qualité d'actionnaires pour certains d'entre eux, le mouvement n'en étant probablement qu'à ses débuts<sup>1794</sup>.

**587.** Il existe des réflexions sur de telles obligations au niveau européen. L'idée serait de rendre l'exercice du droit de vote obligatoire pour certaines personnes<sup>1795</sup>. La réflexion semble pour l'instant au point mort, la Commission Européenne ayant refusé de l'introduire dans la réglementation en 2003<sup>1796</sup>. Les arguments à l'encontre d'une telle mesure ne manquent pas de pertinence. Une telle obligation peut tout simplement être contreproductive en donnant tout pouvoir aux *proxy advisors*. Les gérants n'ayant pas le temps ou les moyens de mener correctement le travail préalable nécessaire à une utilisation intelligente de leurs droits de vote auront tendance à se reposer sur les agences de conseil en vote. Ce serait en quelque sorte, du fait de cette automaticité, conférer indirectement le droit de vote à ces agences. Or, ces dernières ne sont pas exemptes de tout reproche. Il apparaît qu'une telle obligation n'est pas facile à mettre en œuvre et est la réponse la plus radicale au manque d'implication des actionnaires.

---

<sup>1791</sup> Article 314-100 RGAMF.

<sup>1792</sup> Article 314-101 RGAMF : « Dans un rapport établi dans les quatre mois de la clôture de son exercice, (...), la société de gestion de portefeuille rend compte des conditions dans lesquelles elle a exercé les droits de vote ».

<sup>1793</sup> Article 314-102 RGAMF.

<sup>1794</sup> Jean-Marc Moulin, *Ibid*, p.5 : « Cette même professionnalisatio de l'actionnariat par la présence massive des investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés cotées ne pourrait-elle, à brève échéance, et en vue de restaurer la confiance ébranlée des épargnants, se manifester par un renforcement des obligations pesants sur les gérants d'OPCVM afin qu'ils exercent impérativement les droits de vote attachés aux actions qu'ils détiennent, qu'ils exercent pleinement leur rôle d'actionnaire « intermédié » au service du bénéfice de leur propre clientèle ».

<sup>1795</sup> *Ibid* : « On peut aller une étape plus loin en rendant le vote obligatoire, au moins dans les institutions et sociétés qui sont étroitement liées à la stabilité économique et financière Européenne. Ou il pourrait y avoir un "voting premium" pour les actionnaires qui exerceraient leur vote (et pas pour ceux s'abstenant de voter) ».

<sup>1796</sup> Commission Européenne, Communication de la Commission au Conseil et au Parlement Européen, Moderniser le droit des sociétés et favoriser le gouvernement d'entreprise au sein de l'Union Européenne : un plan pour avancer, 2003.

## 2. La loyauté de l'actionnaire

**588.** On peut estimer que l'actionnaire doit se voir imposer une obligation de loyauté. Divers fondements sont possibles et sont envisagés en doctrine pour donner un fondement à une obligation de loyauté aux actionnaires (a). Ce devoir ne peut cependant pas prendre la forme d'un devoir de loyauté normal et sera nécessairement atténué (b).

### a. Le fondement de la loyauté de l'actionnaire.

**589. Les fondements exclus.** De nombreux fondements peuvent être invoqués pour établir une obligation de loyauté pour les actionnaires. Certains semblent devoir être exclus pour différentes raisons. Le premier fondement auquel on peut penser serait l'affectio societatis. Il s'agit d'un élément déterminant du contrat de société et « *il ne fait aucun doute qu'en l'absence d'affectio societatis, il ne saurait y avoir de société* »<sup>1797</sup>. L'affectio societatis est « *une notion multiforme dont le plus petit dénominateur commun englobe la volonté des associés de collaborer ensemble, sur un pied d'égalité, au succès de l'entreprise commune ; cette volonté commune devant exister non seulement au moment de la création de la société, mais aussi de se prolonger pendant toute la vie sociale* »<sup>1798</sup>. Cette notion permet de distinguer entre les associés et ceux qui ne le sont pas. Cependant, on voit difficilement comment un actionnaire, détenant les titres de la société, mais ne souhaitant pas « *collaborer (...), sur un pied d'égalité, au succès de l'entreprise commune* » pourrait être sanctionné sur le fondement de cette notion. Si elle permet de séparer le bon grain de l'ivraie elle ne donne pas de fondement juridique pour sanctionner le comportement d'un actionnaire qui ne serait pas celui d'un associé. On pourrait penser la responsabilité civile à la seule condition de considérer que le manquement à l'affectio societatis correspond à une faute au sens de l'article 1382 du Code Civil. Encore, faudrait-il établir un préjudice et le lien de causalité

---

<sup>1797</sup> Philippe Merle, Droit commercial – Sociétés commerciales, Droit Privé, Précis Dalloz, n°43.

<sup>1798</sup> *Ibid.* Cette définition doctrine découle d'une définition donnée par la jurisprudence de la Cour de cassation estimant qu'un associé devait avoir « *collaboré de façon effective à l'exploitation de ce fonds dans un intérêt commun et sur un pied d'égalité avec son associé pour participer aux bénéfices comme aux pertes...* », Chambre commerciale, 3 juin 1986.

entre les deux. Malgré un léger courant en faveur d'une telle approche, la doctrine majoritaire refuse que l'affectio societatis puisse servir de fondement à une obligation de loyauté<sup>1799</sup>.

590. Un autre fondement pourrait être l'extension de la loyauté des dirigeants<sup>1800</sup>. La jurisprudence a reconnu que les dirigeants de sociétés étaient tenus à un devoir de loyauté<sup>1801</sup>. Il découle principalement de l'arrêt Vilgrain dans lequel un dirigeant a été condamné pour avoir effectué une réticence dolosive envers les associés lors d'une vente d'actions manquant ainsi à son devoir de loyauté<sup>1802</sup>. Il fût confirmé par une autre jurisprudence dans laquelle les dirigeants avaient violé leur devoir de loyauté envers la société en concurrençant cette dernière<sup>1803</sup>. Le fondement de ce devoir de loyauté interroge, comme dans l'arrêt Vilgrain, étant donné que la décision n'est fondée ni sur l'article 1382 du Code civil ni sur l'article 1116 du même code (sanctionnant le dol)<sup>1804</sup>. On ne manquera pas d'y voir un certain rapprochement avec le délit d'initié, mais ce dernier, ne s'appliquant qu'aux sociétés cotées peut difficilement donner un fondement juridique valable. On peut aussi le rattacher à la notion de dol en droit commun des contrats ou encore à l'exécution de bonne foi du mandat. Ce devoir de loyauté ne trouverait cependant pas de fondement hors du droit spécial des sociétés et serait bien propre à ce dernier<sup>1805</sup>. Il découlerait directement des *fiduciary duties* du droit anglo-saxon, la jurisprudence française ayant été inspirée par le mouvement de *corporate governance*<sup>1806</sup>. Ces devoirs découlant eux-mêmes de la théorie du *trust* qui contient une relation de confiance entre le *trustee* et le propriétaire. Le devoir de loyauté

---

<sup>1799</sup> Jean-Marie de Bermond de Vaulx, Le spectre de l'affectio societatis, JCP E, 1994, I, 346 : « La bonne foi demandée par l'article 3 de l'article 1134 du code civil, en se diffusant dans toutes les conventions légalement formées, en s'imposant aux associés dans l'exécution du contrat de société a naturellement pénétré, par une sorte de phénomène d'osmose, la notion d'affectio societatis... Ecrire que l'affectio societatis et la bonne foi ne font qu'une, c'est dire que l'affection societatis n'est plus que le déclaque presque effacé de la bonne foi : répéter cette formule latine à satiété ne relève-t-il pas du respect inconscient d'une incantation très antique ? ».

<sup>1800</sup> Ce devoir de loyauté propre aux sociétés n'a cessé de s'étendre. Voir notamment : Laurent Godon, Devoir de loyauté du dirigeant social envers les associés : et maintenant la question de la preuve de la déloyauté, Rev. Soc., 2007, p.519 ; Thibaut Massare, Cession de parts sociales, note sous Cass. Com. 29 octobre 2003, Bull. Joly Sociétés, 2004, p.113 ; Perrine Scholer, Conflit d'intérêt et déloyauté du dirigeant : pas d'action sans preuve, Bull. Joly Sociétés, 2007, n°3, p.397.

<sup>1801</sup> Brigitte Daille-Duclos, Le devoir de loyauté du dirigeant, JCP E, 1998, n°34, p.1486.

<sup>1802</sup> *Ibid.* Cass. Com., 27 février 1996, JCP G 1996, II, 22665, note Ghestin.

<sup>1803</sup> *Ibid.* Cass. Com., 24 février 1998, JCP E, 1998, n°17, p.637.

<sup>1804</sup> Hervé Le Nabasque, Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés, Rôle et place des mécanismes fondamentaux du droit civil en droit des affaires, RTD Com., 1999, p.273.

<sup>1805</sup> *Ibid.* « Il y a donc bien, dans l'un et l'autre de ces deux arrêts, la marque d'une certaine particularité du droit des sociétés. Ils ne s'écartent, ni l'un ni l'autre, du droit commun, en ce sens que ce droit a déjà eu, par le passé, l'occasion de sanctionner l'abus d'autorité ou le détournement de pouvoir. Mais ils rattachent l'un et l'autre l'obligation de loyauté à la qualité de dirigeant ; ce qui, sauf erreur de ma part, ne s'était jamais dit aussi explicitement ».

<sup>1806</sup> Brigitte Daille-Duclos, *Ibid.* « Les obligations fiduciaires comprennent une obligation de diligence (« duty of care ») qui consiste, pour les dirigeants, à agir avec bonne foi, compétence et attention dans l'exécution de leurs fonctions et une obligation de loyauté (« duty of fair dealing ») qui leur interdit principalement de créer un conflit d'intérêt entre leurs intérêts personnels et ceux de la société ».

découvert à travers cette jurisprudence reste néanmoins cantonné aux dirigeants sociaux et, même s'il a vocation à s'étendre<sup>1807</sup> pour ces derniers, ne semble pas pouvoir être transposé aux associés. Ces derniers sont propriétaires de la société et contrairement aux dirigeants, ne doivent rendre de compte à personne. La différence de situation ne permet pas de dupliquer le devoir des uns sur les autres. Il faut donc rechercher un nouveau fondement pour un devoir de loyauté concernant les actionnaires de la société.

**591. Le fondement possible : le devoir de loyauté découlant de l'exécution du contrat de société.** L'existence d'un devoir de loyauté pesant sur les associés, et les actionnaires, peut trouver une certaine logique étant donné que ces derniers ont une responsabilité limitée du fait de la personnalité morale de la société<sup>1808</sup>. La question d'un devoir de loyauté spécifique aux associés se pose d'ailleurs, notamment en ce qui concerne la question d'une éventuelle obligation de non concurrence<sup>1809</sup>. La question du fondement d'un tel devoir de loyauté se pose cependant étant donné qu'aucun texte ne permet de le dégager directement.

**592.** Etant donné que la société a de profonds fondements contractuels, le fondement le plus solide d'un tel devoir de loyauté semble pouvoir être cherché en droit des contrats<sup>1810</sup>. Or, sous l'effet du courant dit du solidarisme contractuel, le droit des contrats a subi des évolutions majeures<sup>1811</sup>. La jurisprudence, cherchant « *à faire du contrat l'instrument juridique d'une collaboration entre partenaires* »<sup>1812</sup>, a progressivement imposé un devoir de loyauté dans l'exécution du contrat<sup>1813</sup>. La doctrine, puis la jurisprudence, se sont fondées sur l'article 1134 alinéa 3 du Code Civil disposant que les conventions « *doivent être exécutées*

---

<sup>1807</sup> Dominique Schmidt et Nathalie Dion, note sous Cass. Com., 27 février 1996 : JCP E 1996, II, 838 : « *Il appartient désormais aux tribunaux et aux autorités de marché de déduire du devoir de loyauté ainsi affirmé toutes ses applications (...) d'un côté, le dirigeant doit toujours être en mesure de justifier auprès des actionnaires l'intérêt que présente pour eux telle opération commerciale ou financière qu'il envisage d'entreprendre ; d'un autre côté, il doit aux actionnaires une information complète sur la situation financière et patrimoniale de la société, notamment à l'occasion des assemblées annuelles et lors des opérations financières ; enfin, il doit spontanément révéler tout conflit d'intérêt et en ce cas loyalement s'abstenir de prendre part au vote* ».

<sup>1808</sup> Gaëtane Schaeken Willemaers, The European call for more shareholders' engagement: state of play and way forward, RTDF, 2011, n°4, p.164

<sup>1809</sup> Brigitte Daille-Duclos, *Ibid.* P. Le Cannu, Droit des sociétés, Montchrestien, 2<sup>ème</sup> édition, 2003, n°254.

<sup>1810</sup> Brigitte Daille-Duclos, *Ibid.* Marie Lathelize-Bonnemaizon, Bilan et perspectives du devoir de loyauté en droit des sociétés, Droit des sociétés, LPA, 23 juin 2000, n°125, p.7.

<sup>1811</sup> Brigitte Daille-Duclos, *Ibid.* Voir notamment Denis Mazeaud, Loyauté, solidarité, fraternité : la nouvelle devise contractuelle ?, in Mélanges en hommage à François Terré, L'avenir du droit, Dalloz.

<sup>1812</sup> Marie Lathelize-Bonnemaizon, *Ibid.*

<sup>1813</sup> *Ibid.*

de bonne foi »<sup>1814</sup>. Selon un auteur « Loyauté, solidarité, fraternité » serait « la nouvelle devise contractuelle »<sup>1815</sup>. Les actionnaires doivent donc dépasser leurs propres intérêts lors de l'exécution du contrat. La doctrine relève que ce principe de loyauté du droit commun des contrats est parfaitement soluble dans le contrat de société<sup>1816</sup>, ce dernier contenant un *jus fraternitatis* entre les associés. Les parties au contrat doivent coopérer entre elles. L'obligation de bonne foi aurait existé dans le contrat de société et n'aurait été découverte que récemment, ce qui est paradoxal alors que l'on n'a pas tranché entre une conception contractuelle ou institutionnelle de cette dernière. Selon cette doctrine, la société unipersonnelle ne remet pas en cause cette approche étant donné qu'on a maintenant une conception mixte de la société et, surtout, que la question de l'obligation de bonne foi ne se pose pas dans une telle société<sup>1817</sup>. Dès lors, l'exécution du contrat de société devra se faire loyalement par les associés selon l'article 1134 alinéa 3 du Code Civil. Des auteurs affirment ainsi « Que l'associé ait un devoir de loyauté envers la société dont il est l'un des membres est en effet incontestable »<sup>1818</sup>.

#### b. La forme d'un devoir de loyauté de l'actionnaire.

**593. La première des loyautés : l'engagement.** Ce fondement contractuel de l'obligation de loyauté implique une coopération entre les actionnaires partis au contrat de société pour le bien de l'entreprise commune. La loyauté des associés, et des actionnaires, rejoint la notion de *jus fraternitatis*, découlant de l'*affectio societatis* propre à ce contrat de société<sup>1819</sup>. Cette obligation de loyauté ne doit pas s'analyser comme une simple sanction. A notre sens elle se dédouble avec un aspect positif et un aspect négatif. L'aspect positif tient dans l'attente d'un rôle actif de la part des actionnaires. Ces derniers sont liés par le contrat de société et doivent coopérer pour assurer le succès économique de ce contrat. Cette coopération passe par un engagement de chaque actionnaire pour s'assurer que la société crée de la valeur de manière pertinente. On rejoint ici la théorie de l'*enlightened shareholder*

---

<sup>1814</sup> François Terré, Philippe Simler et Yves Lequette, Droit Civil, Les obligations, Précis Dalloz, 9<sup>ème</sup> édition, n°41.

<sup>1815</sup> *Ibid.* Denis Mazeaud, Loyauté, solidarité, fraternité, la nouvelle devise contractuelle ?, Mélanges F. Terré, 1999, p.603.

<sup>1816</sup> Hervé Le Nabasque, *Ibid.*

<sup>1817</sup> Marie Lathelize-Bonnemaizon, *Ibid.*

<sup>1818</sup> Hervé Le Nabasque, *Ibid.*

<sup>1819</sup> Hervé Le Nabasque, *Ibid.*

*value*<sup>1820</sup>. Les actionnaires doivent prendre soin de surveiller que le développement de la société se fasse de manière économiquement satisfaisante, créant de la valeur pour ses actionnaires sans pour autant mettre en cause son propre développement à long terme. Il s'agit d'un devoir positif pour les actionnaires tenant à leur place d'associés dans la société et à l'obligation de coopération qu'ils ont avec les autres actionnaires au cours de ce contrat.

**594.** Le premier aspect de cette obligation de loyauté rejoint pleinement le mouvement de *stewardship*. Elle implique que les actionnaires s'engagent dans le contrôle des dirigeants et de l'orientation de la société. Ils doivent veiller au bon développement de cette dernière. L'aspect du devoir de loyauté rejoint précisément certains points du *Stewardship Code*, notamment sur l'implication<sup>1821</sup> et la coopération<sup>1822</sup> des actionnaires dans le contrôle. L'aspect de ce devoir de loyauté apparaît paradoxal étant donné qu'il n'est pas sanctionné. Aucun texte ne permet de sanctionner un actionnaire qui ne s'implique pas dans le contrôle de la société, dans la coopération avec les autres actionnaires. À défaut d'être sanctionné en cas d'absence d'investissement, les pouvoirs publics tentent d'encourager un comportement actif de la part des actionnaires. Cela passe par les récompenses données aux actionnaires de long-terme, notamment les droits de vote doubles et les dividendes majorés<sup>1823</sup>. Les pouvoirs publics encouragent donc l'engagement des actionnaires à s'impliquer dans la coopération pour une exécution de bonne foi du contrat de société. Le développement de ce mouvement rejoint parfaitement la conception de la loyauté développée à travers une exécution de bonne foi du contrat de société et d'une coopération entre les actionnaires. Cette conception de la loyauté est en train de se déployer dans l'ensemble des aspects du droit des sociétés à travers les réflexions et les projets de réforme actuellement en cours<sup>1824</sup>. En période d'offre publique, cette loyauté devrait se traduire par une prise de décision ne reposant pas uniquement sur un simple écart de cours. La loyauté implique que les actionnaires cherchent à maximiser la valeur de leur participation mais ils ne doivent pas totalement se désintéresser de l'avenir de la société au-delà de la période d'offre et du résultat de l'offre elle-même. Cet aspect est fondamental étant donné que l'ensemble des comportements ne pourrait pas être sanctionné comme un manquement à l'obligation de loyauté que nous allons maintenant étudier.

**595. Une obligation de loyauté.** La loyauté découlant du contrat de société comprend aussi nécessairement un aspect négatif. Comme le relève la doctrine, « *Actuellement,*

---

<sup>1820</sup> Supra n°552.

<sup>1821</sup> Principle 3 of the Stewardship Code.

<sup>1822</sup> Principle 5 of the Stewardship Code.

<sup>1823</sup> Supra n°497.

<sup>1824</sup> Gaëtane Schaecken Willemaers, *The European call for more shareholders' engagement: state of play and way forward*, RTDF, 2011, n°4, p.164

*l'obligation de loyauté est communément définie comme celle qui consiste à imposer un comportement honnête, exclusif de toute intention malveillante, c'est-à-dire comme étant « une norme morale appréciée in abstracto selon les usages de la vie en société »*<sup>1825</sup>. Dès lors, les actionnaires étant tenus à une obligation de loyauté, certains de leurs comportements pourraient se voir sanctionner à ce titre. Dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, à défaut de pouvoir sanctionner certains comportements avec l'abus de minorité, on peut se demander s'ils ne pourraient pas l'être sur le fondement de l'obligation de loyauté, plus large. Si une telle obligation pouvait servir de fondement juridique pour sanctionner de tels comportements, tous ne pourraient pas l'être, notamment si l'actionnaire n'utilise pas son droit de vote.

**596.** La question de l'étendue d'une telle obligation de loyauté se pose cependant. Son fondement contractuel impliquerait une loyauté restreinte, modérée. S'il ne fait pas de doute qu'il est toujours fortement présent dans les sociétés non cotées, la question est tout à fait différente dans les sociétés cotées pour lesquelles on peut se demander si les actionnaires adhèrent toujours à un contrat de société. Cette évolution n'est pas de nature à nier le fondement contractuel de la société étant donné qu'à un moment donné l'ensemble des actionnaires se retrouvent bien parties au contrat de société. Ce lien contractuel, qui devient ténu, invite à une conception allégée du devoir de loyauté. « *La loyauté qui est droiture, honnêteté, fidélité n'apparaît pas au-delà seulement d'un certain seuil d'intolérance* »<sup>1826</sup>, la conception actuelle du contrat de société implique que ce seuil de tolérance soit placé à un haut niveau. Autrement dit, il n'y aurait un comportement déloyal de l'actionnaire que dans certains cas. Un tel devoir de loyauté ne doit pas non plus venir contrecarrer la liberté contractuelle, un actionnaire doit toujours être en mesure d'accepter ou de refuser l'offre qui lui est faite. Il s'agit de s'assurer de l'absence d'abus qui, alors, contreviendrait au devoir de loyauté des actionnaires. La sanction ne doit porter que sur des comportements déloyaux portant préjudice aux autres actionnaires car ne tenant absolument pas compte de la société et du contrat de société.

**597.** Ce manquement à une telle obligation de loyauté pourrait être illustré par le comportement de certains actionnaires arbitragistes lors des offres publiques. On peut se demander si un actionnaire ne rentrant au capital que pendant la période d'offre publique, pour jouer sur l'écart de cours et se liant les mains en recourant à des produits dérivés ou des

---

<sup>1825</sup> Marie Lathelize-Bonnemaizon, *Ibid.*

<sup>1826</sup> Hervé Le Nabasque, *Ibid.*

ventes à découvert adopte un comportement réellement loyal à l'égard des autres actionnaires. Ce manquement à la loyauté sera renforcé en cas de conflit d'intérêt, notamment si l'actionnaire a un intérêt financier (comme au travers de ventes à découvert), qui le porterait à adopter mécaniquement une décision qui serait contraire à l'intérêt à long-terme de la société.

**598.** Il convient de reconnaître qu'il peut exister un devoir de loyauté s'imposant aux actionnaires en période d'offre publique. La sécurité juridique devant être présente, il s'agit néanmoins de poser des limites aux comportements adoptés par certains actionnaires. On peut identifier plusieurs critères qui pourraient servir à qualifier cette déloyauté. En premier lieu, une telle sanction ne pourrait viser qu'un nombre limité d'actionnaires ayant une influence déterminante dans le processus d'offre publique. Il s'agit ensuite de reconnaître que la loyauté passe par un comportement de bonne foi imposé par l'*alinéa 3 de l'article 1134 du Code Civil*. Un comportement en adéquation avec l'obligation de bonne foi implique que l'actionnaire accepte que l'intérêt de la société puisse être pris en compte lors d'une offre publique. Outre l'absence d'intention malveillante, la bonne foi dans l'exécution du contrat de société en période d'offre publique implique que l'actionnaire ne soutienne pas une offre si cette dernière va à l'encontre des intérêts des autres actionnaires. Cette obligation de bonne foi va à l'encontre de comportement purement égoïste. Enfin, et c'est probablement la chose la plus délicate, les autres actionnaires doivent pouvoir établir un préjudice. Il ne s'agit pas de sanctionner un comportement, il faut que ce comportement ait eu des conséquences négatives pour les autres parties au contrat. On peut penser à une perte de chance sur le développement de la société.

**599.** En tout état de cause, le développement d'une telle obligation de loyauté n'a pas vocation à empêcher la réussite d'offres publiques, qu'elles soient hostiles ou amicales. Elle vise à ce que si une société doit changer de propriétaire, cela se fasse dans l'intérêt de l'ensemble de ses actionnaires et ne soit pas imposé par une minorité motivée par ses intérêts propres. Même si elle trouverait le même fondement que l'abus de majorité ou de minorité elle s'en distinguerait par son champ d'application limité et des critères propres à cette situation. Il s'agirait d'une manifestation de l'obligation de loyauté des actionnaires pendant la période d'offre publique. Une telle obligation n'aurait pas vocation à être introduite par voie réglementaire. L'action n'a vocation à être engagée que par d'autres actionnaires qui estimerait que le comportement d'un actionnaire déloyal et déterminant lors d'une offre publique leur a causé un préjudice. Seuls les autres actionnaires auraient d'ailleurs une qualité à agir, même si d'autres personnes peuvent avoir un intérêt. On peut estimer qu'il s'agirait

d'une responsabilité contractuelle fondée sur le contrat de société, l'inexécution fautive du contrat tenant dans le manquement à la loyauté imposé par l'obligation de bonne foi. Il nous semble que l'actionnaire a une obligation de résultat d'exécuter son devoir avec loyauté<sup>1827</sup>.

**600.** Nous sommes parfaitement conscients que plusieurs critiques peuvent être avancées concernant cette manifestation de l'obligation de loyauté pendant les offres publiques. En premier lieu, on peut douter de la motivation des actionnaires à agir. Cet argument, d'ordre économique, se retrouve dans le fonctionnement de plusieurs mécanismes du droit des sociétés, comme l'action en responsabilité contre les dirigeants. Palier cet argument impliquerait de reconnaître un droit à agir au régulateur, et donc à imposer une sanction à une éventuelle obligation de loyauté par la loi. Ce problème peut trouver sa réponse dans le mouvement de *Stewardship* et une plus grande implication des actionnaires. Une seconde critique tient dans les comportements qui pourraient être sanctionnés. S'il y a vote en assemblée générale en violation de l'obligation de loyauté la chose ne semble pas poser problème. A l'inverse, en cas d'apport des titres à l'offre, pourrait-il y avoir sanction ? A notre sens, si cet apport se fait en violation de l'obligation de loyauté précédemment décrite, cette décision pourrait entraîner réparation si elle a des conséquences négatives pour les autres actionnaires. Il ne s'agit pas tant de sanctionner l'acte d'apporter ses titres mais le comportement consistant à ne pas avoir été assez diligent aux vus des conséquences déterminantes de cet apport pour les autres actionnaires. Cette distinction est fondamentale, on cherchera plus à sanctionner le comportement que l'acte lui-même. Cette sanction de la déloyauté aurait donc vocation à être d'application limitée mais fortement dissuasive. Il ne s'agit pas de porter atteinte à la liberté des actionnaires mais de s'assurer qu'ils disposent de cette liberté avec un comportement loyal.

## **B. La loyauté : un principe transcendant le droit français.**

**601.** La loyauté n'est pas isolée en droit français. Elle tend à irriguer plusieurs domaines du droit dont le droit des affaires. On retrouve des exemples dans les différents aspects du droit français (1). L'émergence d'un devoir de loyauté de l'actionnaire traduirait

---

<sup>1827</sup> Pour la distinction entre obligation de moyens et de résultat : François Terré, Philippe Simler et Yves Lequette, Droit Civil, Les obligations, Précis Dalloz, 9<sup>ème</sup> édition, n°577. En l'espèce l'actionnaire devra s'abstenir de faire quelque chose et ne s'engage donc pas à mettre en œuvre tous les moyens pour y parvenir.

un mouvement général qui transcende le droit français ainsi que d'autres droits. Il ne s'agirait pas d'une évolution isolée. Une telle obligation serait nécessairement restreinte et permettrait d'apporter des solutions à plusieurs situations (2).

### **1. La loyauté en droit des sociétés.**

**602.** Le droit des sociétés français, que ce soit à travers les dispositions législatives et jurisprudentielles, impose un certain devoir de loyauté aux actionnaires (a). Le droit financier comporte aussi certaines obligations qui viennent, sans pour autant l'exprimer clairement, sanctionner un certain comportement déloyal des actionnaires (b).

#### **a. Les exemples de loyauté en droit des sociétés.**

**603. Les dispositions législatives.** La loyauté est très loin d'être étrangère au droit des sociétés. La doctrine relève que de nombreuses dispositions législatives trouvent leur raison d'être dans une certaine obligation de loyauté imposée à l'actionnaire, même si celles qui visent les dirigeants sont plus nombreuses<sup>1828</sup>. Le premier exemple peut être trouvé dans la réglementation de certaines conventions dans les SARL et les SA<sup>1829</sup>. Ces procédures et ces interdictions, concernant à la fois les dirigeants et certains actionnaires<sup>1830</sup>, visent à éviter que l'une de ces personnes ne profite de son pouvoir pour rentrer dans un contrat avec la société qui ne soit pas dans l'intérêt de cette dernière. Relevons que cette procédure est spécifique aux sociétés par actions, ce qui vient contrecarrer l'argument voulant que la loyauté soit réservée aux sociétés de personnes. Selon cet auteur, il en va de même pour les dispositions sur les nullités en droit des sociétés qui, en se référant aux « lois qui régissent les

---

<sup>1828</sup> L'actionnaire n'est ainsi pas concerné par l'abus de biens sociaux qui ne concerne que les mandataires sociaux (Article L.242-6 C. com.), les conventions réglementées ont un régime particulier pour les dirigeants des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé (Article L.225-42-1 C. com.) et les conventions purement et simplement interdites ne concernent que les dirigeants et pas les actionnaires (Article L.225-43 C. com.).

<sup>1829</sup> Marie Lathelize-Bonnemaizon, *Ibid.*

<sup>1830</sup> Article L.225-38 C. com. : « Toute convention intervenant directement ou par personne interposée entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs, l'un de ses actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 10% ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société contrôlant au sens de l'article L.233-3, doit être soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration ».

*contrats* »<sup>1831</sup> permettent l'annulation d'actes déloyaux. Cette obligation de loyauté a même conduit le législateur à donner à certaines autorités publiques le pouvoir « d'inviter » les actionnaires à recapitaliser certaines sociétés<sup>1832</sup>. Toujours au titre de dispositions législatives spécifiques, on s'aperçoit que la loi impose parfois une obligation de non concurrence aux associés de certaines sociétés<sup>1833</sup>.

**604.** Cette expression de la loyauté de l'actionnaire par la loi se retrouve aussi à travers la réglementation du droit de vote de l'actionnaire. Le droit de vote est au cœur du droit des sociétés et est un droit fondamental de l'actionnaire, même s'il n'apparaît plus comme étant totalement sacré<sup>1834</sup>. Le législateur a édicté une réglementation du droit de vote, notamment pour éviter les conflits d'intérêts. C'est notamment le cas lors de la procédure des apports en nature dans laquelle, en raison du conflit d'intérêt évident, l'apporteur en nature ne peut exercer ses droits de vote lorsque l'assemblée générale se prononce sur son apport<sup>1835</sup>. Par cette disposition, la loi neutralise à l'avance tout comportement déloyal. Le législateur peut aussi priver l'actionnaire de droit de vote en cas de comportement déloyal de la part de ce dernier<sup>1836</sup>. Cette sanction est fréquente en droit boursier, que ce soit pour l'absence de déclaration d'un franchissement de seuil, celle de déclaration d'intention, celle de dépôt d'une offre publique obligatoire ou encore de consultation du comité d'entreprise en cas d'offre publique. Cette sanction est aussi largement utilisée en droit des sociétés classique. Cette sanction l'est pour sanctionner l'absence de libération des actions, la violation de la réglementation sur les participations réciproques et les actions d'autocontrôle, ou encore lors de la violation de l'incessibilité des actions prononcée par le tribunal lors d'une procédure collective<sup>1837</sup>.

---

<sup>1831</sup> Article L.235-1 alinéa 2 C. com. : « *La nullité d'actes ou délibérations autres que ceux prévus à l'alinéa précédent ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du présent livre ou des lois qui régissent les contrats* ».

<sup>1832</sup> Hervé Le Nabasque, *Ibid.* L'article 52 de la loi du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit disposait : « *lorsqu'il apparaît que la situation d'un établissement de crédit le justifie, le gouverneur de la Banque de France... invite les actionnaires de cet établissement à fournir à celui-ci le soutien qui leur est nécessaire* ».

<sup>1833</sup> C'est notamment le cas dans les sociétés civiles professionnelles. Hervé Le Nabasque, *Ibid.*

<sup>1834</sup> Jean-Marc Moulin, Propos introductif sur le droit de vote de l'actionnaire, Colloque : Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes 13 octobre 2011, RTDF, 2011, n°4, p.5.

<sup>1835</sup> Article L.225-10 C. com. : « *Lorsque l'assemblée délibère sur l'approbation d'un apport en nature ou l'octroi d'un avantage particulier, les actions de l'apporteur ou du bénéficiaire ne sont pas prises en compte pour le calcul de la majorité. L'apporteur ou le bénéficiaire n'a voix délibérative ni pour lui-même ni comme mandataire* ».

<sup>1836</sup> Alain Couret, Le droit de vote des actionnaires : état des lieux, Colloque : Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes 13 octobre 2011, RTDF, 2011, n°4, p.13.

<sup>1837</sup> Francine Mansuy, Assemblées d'actionnaires – Règles communes à toutes les assemblées – Tenue de l'assemblée, Jurisclasseur Société Traité, Cote 08.2005, Fasc 136-35, n°95 et suivants.

**605. La jurisprudence.** Le législateur n'est pas le seul à sanctionner, ou prévenir, la déloyauté des actionnaires en droit commun des sociétés. De l'avis de la doctrine<sup>1838</sup>, la sanction des abus de majorité et de minorité sont aussi une sanction d'un comportement déloyal de l'actionnaire. Le juge vise alors à sanctionner un usage détourné et abusif d'un droit conféré à l'actionnaire qui est effectué de façon contraire à l'intérêt social de la société<sup>1839</sup>. « *L'utilisation de la notion d'abus de droit a donc permis à la jurisprudence de sanctionner efficacement divers comportements déloyaux tant envers les autres associés qu'envers la société elle-même, sans pour autant définir clairement le contenu de l'obligation de loyauté (...)* »<sup>1840</sup>. Elle sanctionne aussi la déloyauté de l'associé faisant concurrence à sa propre société<sup>1841</sup>.

**606.** La jurisprudence apparaît comme étant supplétive du législateur. Elle va chercher à imposer un comportement loyal des actionnaires en plus des dispositions législatives visant à anticiper tout comportement déloyal et à le sanctionner si ce dernier se produit. Le juge de droit commun n'est pas seul. Le régulateur boursier agit aussi de la même manière.

#### b. Les exemples de la loyauté en droit financier.

**607. L'exemple des ventes à découvert.** Nous avons déjà eu l'occasion de les étudier<sup>1842</sup> et de les définir<sup>1843</sup>. Plus rapidement, « *On rappellera qu'un vendeur spéculé à la baisse lorsqu'il vend à terme des titres qu'il ne possède pas encore, espérant ainsi qu'à la date de la livraison, le cours aura baissé de sorte qu'il puisse les acquérir à un cours moindre que celui auquel il a vendu les instruments à livrer* »<sup>1844</sup>. On peut plus particulièrement distinguer entre deux modalités. Partons du principe que J est le jour de la vente, les titres

---

<sup>1838</sup> Hervé Le Nabasque, Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés, Rôle et place des mécanismes fondamentaux du droit civil en droit des affaires, RTD Com., 1999, p.273.

<sup>1839</sup> Supra n°533 et suivants.

<sup>1840</sup> Marie Lathelize-Bonnemaison, Bilan et perspective du devoir de loyauté en droit des sociétés, LPA, 23 juin 2000, n°125, p.7 ;

<sup>1841</sup> *Ibid.*

<sup>1842</sup> Supra n°148.

<sup>1843</sup> Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert, AMF, 23 février 2009, p.5 : « *On peut dans une première approche définir la vente à découvert comme une vente de titres qui expose le vendeur à un risque de gain ou de perte selon que respectivement le cours des titres vendus baisse après la cession ou au contraire monte. Elle s'oppose à une vente couverte, qui rend le vendeur insensible à une baisse ou à une hausse des titres concernés après leur cession* ».

<sup>1844</sup> Thierry Bonneau, Crise financière : l'AMF hors la loi... pour la bonne cause, RD bancaire et fin., n°5, Septembre 2008, repère 12.

doivent alors impérativement être livrés trois jours plus tard, soit en J+3<sup>1845</sup>. On parle alors de *Naked short selling* (ou vente à découvert à nu) si « le vendeur n'a ni la provision en j, ni les titres nécessaires pour livrer en J+3 » ou de *naked short selling de J à J+3 non compris* si « le vendeur n'a pas de provision en j, mais en j+3 il reçoit les titres et est donc en mesure de les livrer »<sup>1846</sup>. Surtout, l'exposition économique à la baisse peut avoir lieu grâce à l'utilisation de produits dérivés permettant à l'investisseur de spéculer à la baisse sans pour autant devoir intervenir sur ces titres. On peut aussi utiliser les mécanismes de prêt-emprunt de titres. En empruntant les titres, le vendeur à découvert sera en mesure de les livrer à J+3. Il récupérera ainsi le paiement de ces titres. Il les rachètera ensuite sur le marché à l'expiration de la durée du prêt pour être en mesure de les restituer au prêteur. Si le cours de bourse a suffisamment baissé entre temps il déboursera une somme moindre pour racheter les titres que celle qu'il a reçue en échange de la vente des titres prêtés. Il réalisera ainsi une plus-value.

**608.** La réglementation française apparaît comme très favorable, la limite majeure résidant dans la règle de la livraison des titres à J+3<sup>1847</sup>. Avant la crise financière, et même suite à celle-ci, concernant le régime général, aucune limitation ne venait encadrer spécifiquement les ventes à découvert. Tout particulièrement, aucune réglementation particulière ne concerne les ventes à découvert pendant les offres publiques d'acquisition. Au contraire, le groupe de travail de l'AMF relevait que cette pratique pouvait être bénéfique pour la réalisation de certaines opérations de marché<sup>1848</sup>. Cette absence de réglementation s'explique par le fait que, hors période de perturbation des marchés, les ventes à découvert peuvent avoir des effets bénéfiques de *price discovery*<sup>1849</sup>. C'est-à-dire qu'elles vont permettre de faciliter la fixation du prix le plus adapté à l'action, atteindre la meilleure valorisation de cette dernière. En vendant à découvert, un investisseur va estimer que l'action est survalorisée par rapport à ce qu'elle devrait théoriquement être. Il parie sur une future baisse du cours de bourse du titre et incite le marché à aller dans cette direction. Il en va de même avec les produits dérivés dont les variations traduiront les anticipations des investisseurs. Ces mécanismes apparaissent comme étant bénéfiques étant donné qu'ils permettront d'ajuster le prix du titre financier sur la valeur réelle de la société. Les ventes à découvert apparaissent économiquement comme une récompense du travail d'analyse financière réalisé par

---

<sup>1845</sup> Article 570-2 RGAMF.

<sup>1846</sup> *Ibid*, p.5.

<sup>1847</sup> Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert, AMF, 23 février 2009, p.6.

<sup>1848</sup> *Ibid*, p.13.

<sup>1849</sup> C'est-à-dire de fixation des prix.

l'investisseur et permet de lutter contre la création ou l'expansion de crises financières<sup>1850</sup>. De la même manière, ce mécanisme permet d'augmenter la liquidité sur les marchés financiers. Enfin, et de manière politique, il se pose toujours la question de l'attractivité de la place financière. Une réglementation spécifique à la Place de Paris ne serait guère utile car contournable et réduirait l'attractivité de cette dernière. La situation allait cependant changer à l'occasion des répercussions de la crise des *subprimes* de ce côté-ci de l'Atlantique.

**609.** La réglementation française des ventes à découvert a évolué<sup>1851</sup> suite à la crise financière née de la faillite de Lehman Brother<sup>1852</sup>. L'AMF, pour limiter la baisse des cours des valeurs liées au secteur financier, adopta des mesures provisoires pour limiter les ventes à découvert sur ces valeurs<sup>1853</sup> qu'elle prolongea par la suite<sup>1854</sup>. Elle commença par rappeler la sacro-sainte règle de la livraison des titres en J+3. Il revient à l'intermédiaire financier de veiller au respect de cette règle essentielle. Le Collège de l'AMF a, en urgence, pris diverses mesures provisoires pour limiter les dégâts concernant ces valeurs spécifiques. Ces mesures visaient les « *titres de capital émis par les établissements de crédit et entreprises d'assurance négociés sur les marchés réglementés français* ». La première mesure consistait à obliger, sur le fondement de l'article 516-5 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, tout investisseur passant un ordre de vente à l'aide du service de règlement différé à détenir les titres appelés à être livrés au jour de l'ordre. Dès lors, devant disposer des titres à la date de l'ordre il ne pouvait plus vendre ces titres à découvert, ce qui impliquait nécessairement de ne pas les détenir à cette même date. Ensuite, en application de l'article 570-1 du règlement général de l'AMF, « *tout prestataire de service d'investissement recevant un ordre de vente portant sur*

---

<sup>1850</sup> Frédéric Pelouze, Ventes à découvert : opportunité et changements législatifs, Bull. Joly Bourse, 2011, n°9, p.516.

<sup>1851</sup> Thierry Bonneau, Crise financière : l'AMF hors la loi... pour la bonne cause, RD bancaire et fin., n°5, Septembre 2008, repère 12.

<sup>1852</sup> Voir notamment sur cette faillite : F. Rome, Le Krach était presque parfait..., D. 2008, p.2273.

<sup>1853</sup> Communiqué de Presse de l'AMF, Ventes à découvert : Interdiction des transactions non sécurisées et transparence des positions courtes sur titres du secteur financier, 19 septembre 2008. [http://www.amf-france.org/documents/general/8421\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8421_1.pdf), lien consulté le 12 février 2013.

<sup>1854</sup> Olivier Douvreur, Bref retour sur le régime des ventes à découvert depuis la faillite de Lehman Brothers, RTDF, 2010, n°1, p.123. L'AMF estima cependant qu'il était inopportun de procéder à une interdiction généralisée des ventes à découvert (AMF, Consultation portant sur le régime des ventes à découvert, 23 février 2009). Le régulateur publia aussi une liste de questions réponses à ce sujet (AMF, Questions-réponses sur la Décision prise par le Président de l'AMF en application de l'article L.421-16 II C. Mon. Fin. : Interdiction de prendre une position courte nette sur une liste de valeurs financières françaises, 14 septembre 2011). Le régime mis en place fût aussi prolongé par la suite : Communiqué de presse de l'AMF, Ventes à découvert : l'AMF prolonge les mesures exceptionnelles sur les valeurs financières jusqu'à fin janvier 2010 et publie ses recommandations pour l'adoption d'un régime permanent en Europe, 24 juillet 2009 ; AMF, l'AMF ajuste sa position concernant le roulement des positions courtes nettes créées avant sa décision du 11 août 2011, 18 août 2011 ; Communiqué de presse de l'AMF, Le collège de l'AMF prolonge l'interdiction des prises de position courte nette sur une liste de valeurs financières françaises, 25 août 2011.

*l'une des valeurs concernées doit requérir, de la part de son donneur d'ordre, le dépôt dans ses livres, préalablement à l'exécution de l'ordre, des titres appelés à être vendus* ». Le PSI devait alors bien s'assurer qu'il n'y avait pas vente à découvert en s'assurant que le donneur d'ordre lui déposait bien les titres. Le régulateur instaurait ensuite une règle de transparence : « *Toute personne détenant une position économique nette à la baisse supérieure à 0,25% du capital de l'une des sociétés concernées, doit en informer l'AMF (service de la surveillance du marché) et le marché, au plus tard en J+1, par tout moyen approprié* ». Le régulateur met ensuite particulièrement en garde tout investisseur qui aurait l'idée de se soustraire à ce dispositif et que toute personne ne respectant pas ces règles « *sera considérée comme susceptible d'avoir commis un abus de marché* ». Enfin, le régulateur demandait aux institutions financières concernées de s'abstenir de prêter tout titre sur l'une des valeurs concernées, sauf s'il s'agissait d'honorer un engagement déjà pris. Le 22 septembre 2008, l'AMF émit un nouveau communiqué pour préciser quelles valeurs financières étaient concernées<sup>1855</sup>. L'ensemble de ce dispositif visait, pour l'AMF, à protéger les institutions financières d'une spéculation à la baisse de certains investisseurs suspectés d'utiliser les ventes à découvert. L'intention est bonne mais on peut émettre des doutes quant à la légalité du dispositif, le régulateur édictant des mesures restrictives des droits des personnes concernées sans y être autorisé par aucun texte<sup>1856</sup>. Il en va de même pour la menace de sanction, l'AMF ne précisant par sur quel fondement un investisseur ignorant ces règles pourrait être poursuivi pour un manquement à la réglementation sur les abus de marché. Cette situation démontra que la législation était au mieux inadaptée à la situation de crise<sup>1857</sup>. Ce défaut de base légale fût reconnu et corrigé par le législateur à l'occasion de la Loi de régulation bancaire et financière<sup>1858</sup>, il compléta le Code Monétaire et Financier<sup>1859</sup>. Le Président de l'AMF a désormais la possibilité de prendre des dispositions pouvant restreindre

<sup>1855</sup> Communiqué de presse de l'AMF, Précisions sur le communiqué de l'Autorité des Marchés Financiers du 19 septembre 2008, 22 septembre 2008. [http://www.amf-france.org/documents/general/8423\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8423_1.pdf), lien consulté le 12 février 2013. Les valeurs concernées étaient : Allianz ; April Group ; AXA ; BNP Paribas ; CIC ; CNP Assurances ; Crédit Agricole ; Dexia ; Euler Hermès ; HSBC Holdings ; Natixis ; NYSE Euronext ; PARIS RE ; SCOR ; Société Générale.

<sup>1856</sup> Thierry Bonneau, Crise financière : l'AMF hors la loi... pour la bonne cause, RD bancaire et fin., n°5, Septembre 2008, repère 12.

<sup>1857</sup> *Ibid.*

<sup>1858</sup> Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de Régulation bancaire et financière.

<sup>1859</sup> Article L.421-16 C. Mon. Fin. : « Lorsqu'un événement exceptionnel perturbe le fonctionnement régulier d'un marché réglementé, le président de l'Autorité des marchés financiers ou son représentant légalement désigné peut suspendre tout ou partie des négociations, pour une durée n'excédant pas deux jours de négociations consécutifs. Au-delà de cette durée, la suspension est prononcée par arrêté du ministre chargé de l'économie pris sur proposition du président de l'Autorité des marchés financiers. Ces décisions sont rendues publiques. Si la suspension sur un marché réglementé a duré plus de deux jours de négociations consécutifs, les opérations en cours à la date de suspension peuvent être compensées et liquidées dans les conditions définies par les règles du marché ».

la négociation des instruments financiers pendant quinze jours, au-delà la restriction doit être étendue par un arrêté du ministre de l'économie<sup>1860</sup>. Ce texte améliora aussi la transparence autour de cette pratique<sup>1861</sup>. On relèvera enfin que le délai de règlement livraison à J+3, dont le respect est au cœur du dispositif étudié, est sanctionné de manière particulièrement ferme par l'AMF. Le régulateur a déjà lourdement condamné des investisseurs qui avaient passé des ordres sans avoir l'assurance de pouvoir livrer les titres à J+3<sup>1862</sup>. On peut juger que le dispositif mis en place par l'AMF a été globalement satisfaisant et a permis de contenir une pression à la baisse sur ces titres<sup>1863</sup>.

**610.** L'Union Européenne, constatant la multiplication des réglementations spécifiques au niveau européen et international décida d'harmoniser les régimes sur le territoire européen. Elle reconnut que des limitations exceptionnelles sur les ventes à découvert pouvaient être mises en place par les autorités compétentes des Etats Membres<sup>1864</sup>. Ces autorités compétentes doivent aussi être en mesure d'intervenir pour limiter les ventes à découvert afin d'empêcher la chute trop importante du prix d'un instrument financier<sup>1865</sup>. Le règlement européen prévoit donc un dispositif qui énonce qu' « *Une autorité compétente peut interdire ou soumettre à condition la réalisation, par des personnes physiques ou morales, des opérations suivantes: a) la vente à découvert; ou b) une transaction autre que la vente à découvert, qui crée un instrument financier ou établit un lien avec un tel instrument, lorsque l'effet ou l'un des effets de cette transaction est de conférer un avantage financier à la personne physique ou morale en cas de baisse du prix ou de la valeur d'un autre instrument financier* »<sup>1866</sup>.

**611.** Ce dispositif mis en place montre que le régulateur s'est donné les moyens d'encadrer les ventes à découvert lorsque celles-ci pouvaient compromettre la stabilité du secteur financier. Relevons que la menace était d'ordre systémique. Il s'agissait de protéger les sociétés financières, établissements de crédit et d'assurance, contre une spéculation à la

---

<sup>1860</sup> Alban Caillemer du Ferrage et Qian Hu, La réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRB, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2011, p.103 ; Frédéric Pelouze, Ventes à découvert : opportunité et changements législatifs, Bull. Joly Bourse, 2011, n°9, p.516.

<sup>1861</sup> *Ibid.*

<sup>1862</sup> Commission des sanctions de l'AMF, Sociétés X, Y, Z, Compania Internacional Financiera, Coudree capital management et CMA Capital Partners Ltd, 16 février 2012 ; Sébastien Dussart, Le délai de règlement-livraison, l'arme anti ventes à découvert, Bull. Joly Bourse, 2012, n°9, p. 359.

<sup>1863</sup> Laurent Ruet, Quel impact pour la limitation partielle apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse ?, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2010, p.33.

<sup>1864</sup> Considérant 27 du Règlement n°236/2012 du Parlement Européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit.

<sup>1865</sup> Considérant 30 du Règlement.

<sup>1866</sup> Article 20 du règlement.

baisse aux graves conséquences. Cette réglementation démontre que le régulateur a eu à cœur de maîtriser ce mécanisme qui peut avoir des influences notables sur les titres d'une société cotée. Pour maîtriser cela il lui est apparu nécessaire de venir limiter et neutraliser les comportements de certains actionnaires. Il a empêché des comportements déloyaux visant à profiter d'une grave crise financière pour réaliser une plus-value qui apparaissait illégitime. Avec ce régime spécifique, en étant principalement motivé par un souci de protection du secteur financier, le législateur est venu neutraliser des comportements déloyaux de la part de certains actionnaires.

**612. L'exemple du *trading* haute fréquence (*high frequency trading*).** Les questions sous-tendant les ventes à découvert se retrouvent dans la régulation du *trading* haute fréquence. Cette pratique tend à être de plus en plus critiquée<sup>1867</sup>, même si les études économiques ont du mal à conclure dans un sens ou dans l'autre, et la réglementation se durcit<sup>1868</sup>. Le législateur introduisit un chapitre spécifique dans la récente loi bancaire<sup>1869</sup> imposant notamment une obligation d'information de l'AMF, si le siège social est situé en France, et d'assurer la traçabilité de chaque ordre<sup>1870</sup>. Les Prestataires de Service d'Investissement doivent ainsi conserver toute trace des transactions provenant du *trading* haute fréquence pour faciliter le travail de l'AMF<sup>1871</sup>. Les entreprises de marché doivent de même prendre des mesures pour s'assurer que ces pratiques n'influent pas sur les opérations de marché<sup>1872</sup>. Loin d'être de nature à purement et simplement interdire cette forme de spéculation, le législateur a cependant fait le choix d'un encadrement renforcé.

**613.** En cherchant à réglementer le *trading* haute fréquence, le régulateur cherche à canaliser le comportement de certains actionnaires qui peuvent porter atteinte aux marchés financiers, cette forme de *trading* étant très probablement responsable des krachs éclairs consistant en une baisse aussi massive que momentanée des marchés financiers<sup>1873</sup>. En encadrant ces pratiques, le législateur cherche à venir s'assurer que l'actionnaire adopte un

---

<sup>1867</sup> Nessim Aït-Kacimi, L'ombre du trading haute fréquence pèse sur les « JGB », Les Echos, 12 avril 2013.

<sup>1868</sup> Edouard Pfmilin, Trading algorithme : mobilization contre « la menace » des ordinateurs boursiers, Le Monde, 20 mai 2013.

<sup>1869</sup> Chapitre III sur l'encadrement du négoce haute fréquence du Titre II de la Loi n°2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.

<sup>1870</sup> Article L.451-4 C. Mon. Fin.

<sup>1871</sup> Article L.533-10 C. Mon. Fin.

<sup>1872</sup> Article L.421-16-1-III C. Mon. Fin : « L'entreprise de marché met en place des procédures et des mécanismes pour garantir que les personnes utilisant des dispositifs de traitement automatisé ne créent pas des conditions de nature à perturber le bon ordre du marché. Elle prend notamment des mesures, en particulier tarifaires, permettant de limiter le nombre d'ordres non exécutés ».

<sup>1873</sup> Nessim Aït-Kacimi, Nouveau « Krach éclair » à Wall-Street, Les Echos, 21 décembre 2012 et Nouveau Krach éclair à Wall-Street à l'approche de la « falaise budgétaire », Les Echos, 24 décembre 2012.

comportement loyal. Ces investisseurs ne recherchent que leur intérêt propre à travers un instrument financier qui se trouve être une action, mais qui pourrait être tout autre chose. Ils ne souhaitent en aucune manière adhérer au contrat de société. Comment le pourraient-ils d'ailleurs ? Ceci nécessite un consentement dont on peine à percevoir comment un automate pourrait le donner. Le législateur cherche donc à encadrer ce comportement qui apparaît être à la limite de la loyauté vis-à-vis des autres actionnaires en faisant peser sur eux des risques financiers du fait des variations de cours et qui n'est en rien fondé sur une vision positive des devoirs de l'actionnaire cherchant à contrôler les dirigeants. Ces mesures visant à préserver les marchés financiers traduisent parallèlement une vision de l'actionnaire prêtant intérêt à la société et ne considérant pas l'action comme un simple instrument financier.

## **2. La loyauté de l'actionnaire.**

**614.** Une obligation de loyauté pesant sur les actionnaires traduirait un mouvement général présent en droit des affaires français et dans d'autres droits étrangers (1). Cette obligation de loyauté serait restreinte mais permettrait de couvrir une très grande diversité de situations (2).

### **a. Un mouvement général.**

**615. L'émergence générale de la loyauté.** Le devoir de loyauté de l'actionnaire correspond à l'émergence générale d'une plus grande loyauté dans la vie des affaires. Ce mouvement ne semble que pouvoir s'amplifier suite à la crise financière. Plusieurs mesures législatives sont marquées par une volonté d'imposer une plus grande loyauté à certains acteurs économiques identifiés<sup>1874</sup>. Il ne s'agit pas de l'émergence d'une obligation générale de loyauté mais plutôt de la multiplication de mesures visant à corriger certains comportements. Le droit des contrats, nous l'avons vu, a tout d'abord subi une évolution majeure avec l'apparition d'une certaine morale visant à limiter la liberté contractuelle lorsqu'elle peut porter atteinte aux consommateurs, ou à des parties moins puissantes. Nous

---

<sup>1874</sup> Hervé Le Nabasque, Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés, Rôle et place des mécanismes fondamentaux du droit civil en droit des affaires, RTD Com., 1999, p.273.

allons démontrer que cette loyauté tend maintenant à irriguer l'intégralité de notre droit, à travers deux exemples précis.

**616.** Ce mouvement général de développement de la loyauté est particulièrement présent en droit de la distribution et est à l'origine d'une loi « *sur la loyauté et l'équilibre des relations commerciales* »<sup>1875</sup>. Une autre manifestation se retrouve dans des dispositions spécifiques visant à sanctionner des comportements par lesquels un acteur économique utiliserait déloyalement sa position de puissance pour « *obtenir ou tenter d'obtenir d'un partenaire commercial un avantage quelconque ne correspondant à aucun service commercial effectivement rendu ou manifestement disproportionné au regard de la valeur du service rendu* »<sup>1876</sup>. Cette loyauté implique de ne pas procéder à une rupture abusive d'une relation commerciale établie<sup>1877</sup>, ce qui est clairement une dérogation à la liberté contractuelle chaque partie étant libre de ne pas renouveler un contrat.

**617.** Ce devoir de loyauté n'irrigue pas que le droit de la distribution. On le retrouve notamment en droit des procédures collectives, notamment en ce qui concerne les activités potentiellement déloyales de certains établissements de crédit. « *Le tiers qui, par sa faute, a causé un préjudice à l'entreprise doit en répondre. Cette jurisprudence relative « au soutien abusif » a surtout concerné les banquiers fautifs, fréquemment poursuivis, pour avoir retardé la cessation des paiements et aggravé le passif, par des crédits accordés à l'entreprise dans une situation irrémédiablement compromise* »<sup>1878</sup>. D'origine prétorienne, une condamnation sur ce fondement supposait que l'établissement de crédit accorde un prêt à une société dont la situation financière était telle qu'aucun redressement n'était à espérer et qu'en conséquence il naît un préjudice pour l'ensemble des créanciers dans l'augmentation de ce passif<sup>1879</sup>. Le législateur est intervenu pour canaliser cette responsabilité des établissements de crédit en posant une absence de responsabilité de principe pour les créanciers ayant octroyé un crédit à la société<sup>1880</sup>. Cette intervention avait vocation à neutraliser une crainte à l'octroi de crédit à

---

<sup>1875</sup> Loi n°96-558 du 1<sup>er</sup> juillet 1996 sur la loyauté des relations commerciales.

<sup>1876</sup> Article L.442-6-I-1° C. com.

<sup>1877</sup> Article L.442-6-I-5° C. com. : « *De rompre brutalement, même partiellement, une relation commerciale établie, sans préavis écrit tenant compte de la durée de la relation commerciale et respectant la durée minimale de préavis déterminée, en référence aux usages du commerce, par des accords interprofessionnels (...)* ».

<sup>1878</sup> Corinne Saint-Alary-Houin, Droit des entreprises en difficulté, 6<sup>ème</sup> édition, Domat Droit Privé, Montchrestien, n°767.

<sup>1879</sup> *Ibid.*

<sup>1880</sup> Cette modification est intervenue avec la Loi n°2005-845 du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises. Article L.650-1 C. com. : « *Les créanciers ne peuvent être tenus pour responsables des préjudices subis du fait des concours consentis, sauf les cas de fraude, d'immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur ou si les*

des entreprises en difficulté, crainte liée au risque d'être sanctionné. L'irresponsabilité des établissements de crédit n'est pas absolue étant donné que trois exceptions existent<sup>1881</sup>. Ils pourront être tenus responsables en cas de « fraude », « d'immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur » ou encore si « les garanties prises en contrepartie de ces concours sont disproportionnées à ceux-ci ». La responsabilité semble avoir été cantonnée aux comportements les plus déloyaux.

**618.** Cette question de la loyauté, et particulièrement de la loyauté des actionnaires, a rebondi de manière assez spectaculaire à travers une affaire d'investissement par un fonds dans une société non cotée<sup>1882</sup>. En l'espèce, il s'agissait d'une situation particulièrement caricaturale dans laquelle un fonds d'investissement avait repris une société en prenant l'engagement de la restructurer. Le fonds n'avait, par la suite, pas respecté ses engagements auprès des salariés et avait asséché la trésorerie de la société. Les dirigeants ont ensuite abandonné la société après une procédure d'alerte et se sont fait remplacer par d'autres dirigeants manifestement incompetents à exercer ces fonctions. Dès lors, « le comportement (...) était particulièrement choquant : absence totale d'investissement, conflit d'intérêts, assèchement de la trésorerie de la filiale opérationnelle jusqu'au dépôt de bilan »<sup>1883</sup>. L'action des salariés s'estimant victimes des agissements d'un tel actionnaire a été déclarée recevable par le Tribunal de commerce. Ce dernier releva qu'il existait un préjudice propre, celui de la crainte de perdre son emploi, distinct de celui des autres créanciers de la société. Le Tribunal releva ensuite que l'actionnaire a été fautif car il a privilégié son intérêt propre et n'a pas réellement cherché à jouer son rôle d'actionnaire en accompagnant au mieux la société. Il a manqué à une certaine loyauté et a été rattrapé par la responsabilité civile<sup>1884</sup>. Cette affaire a défrayé la chronique et est assez caricaturale du fait du comportement du fonds s'apparentant clairement à un fonds que l'on pourrait qualifier de vautour. Elle démontre néanmoins que l'actionnaire, dans certaines situations particulièrement importantes dans la

---

*garanties prises en contrepartie de ces concours sont disproportionnées à ceux-ci. Pour le cas où la responsabilité d'un créancier est reconnue, les garanties prises en contrepartie de ses concours sont nulles ».*

<sup>1881</sup> Corinne Saint-Alary-Houin, *Ibid*, n°771.

<sup>1882</sup> Tribunal de Commerce d'Orléans, 1<sup>er</sup> juin 2012, n°2010-11170 ; Reinhard Dammann et Mylène Boché-Robinet, *Dérives financières...*, LJA, 25 juin 2012, n°1074 ; François-Xavier Lucas, Recevabilité de l'action en responsabilité exercée par un salarié contre l'actionnaire, *L'essentiel Droit des entreprises en difficulté*, 4 juillet 2012, n°7, p.1.

<sup>1883</sup> Reinhard Dammann et Mylène Boché-Robinet, *Ibid*.

<sup>1884</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid* : « (...), il fait œuvre utile car c'est peu dire qu'il y a là un sujet important, sujet non seulement juridique mais aussi sujet de société, puisque l'on sait depuis que Riper l'a professé que c'est par le spectre de la responsabilité civile que l'on fait pénétrer la règle morale dans les obligations civiles et que partant l'on peut espérer voir advenir cette moralisation d'un certain capitalisme amoral que le corps social supporte de moins en moins bien ».

vie de l'entreprise, a un rôle à jouer et est tenu à un certains devoir de loyauté. L'action était cependant introduite et menée par des salariés et la question reste ouverte de savoir si la société elle-même, ou d'autres actionnaires, auraient rencontré le même succès s'ils avaient tenté de plaider la responsabilité de l'actionnaire principal sur des faits similaires.

**619. La loyauté de l'associé en droit anglais.** Cette question de la loyauté de l'associé n'est pas uniquement présente en droit français. Elle l'est aussi en droit anglais. Ce droit connaît tout d'abord une procédure spécifique<sup>1885</sup> visant à permettre à un actionnaire minoritaire d'obtenir réparation si la société a été dirigée d'une manière qui lui est préjudiciable<sup>1886</sup>. Cette disposition législative permet de venir sanctionner des comportements déloyaux qui porteraient atteinte aux actionnaires minoritaires.

**620.** Outre cette disposition législative, on peut aussi s'interroger sur l'existence de devoirs pour les actionnaires en droit anglais<sup>1887</sup>. Le principe est que les actionnaires sont libres d'utiliser leurs droits comme ils l'entendent, même pour leur intérêt égoïste, et qu'ils n'ont normalement pas de devoirs rattachés à ces prérogatives<sup>1888</sup>. Le droit anglais est cependant « *passablement désordonné* » sur la question de savoir si un devoir s'applique aux actionnaires<sup>1889</sup> et les juges anglais ont développé une jurisprudence visant à imposer un devoir de loyauté à certains actionnaires, notamment au cours d'opérations spécifiques. Dans une première affaire<sup>1890</sup> fondatrice, le juge Lindley MR estima que la faculté qu'a la majorité de modifier les articles doit être effectuée en conformité avec la loi, mais aussi de bonne foi et dans l'intérêt de la société dans son ensemble, aucun abus de ce pouvoir ne devant être fait<sup>1891</sup>. La majorité des associés ne peut pas modifier les statuts de la société dans le but

---

<sup>1885</sup> Gower and Davies, Paul L. Davies, Principles of modern company law, Eight Edition, Sweet & Maxwell, Chapter 20 : Unfair prejudice.

<sup>1886</sup> Section 994(1) Companies Act 2006 Petition by company member: “*Un membre de la société peut introduire une requête pour que la Cour émette un ordre selon ce chapitre sur les fondements – (a) que les affaires de la société sont conduits ou ont été conduits d'une manière qui est injustement préjudiciable aux interest des membres en general ou à certains d ces members (incluant au moins lui meme), ou (b) qu'un acteou une omission, effectué ou proposé, (incluant un acte ou une omission de son propre fait) est ou serait préjudiciable*”.

<sup>1887</sup> Thomas Jaeglé, Hedge funds and takeover bids, LL.M Dissertation, 2012, King's College London, University of London.

<sup>1888</sup> Gower and Davies, Paul L. Davies, Principles of modern company law, Eight Edition, Sweet & Maxwell, 19-3; North-West Transportation Co v Beatty (1887) 12 App. Cas. 589; Burland v. Earle [1902] A.C. 83, PC; Goodfellow v Nelson Line [1912] 2 Ch. 234. Sur l'absence de responsabilité des actionnaires en droit anglais: Kuwait Asia Bank v National Mutual Life [1990] 3 All ER 404.

<sup>1889</sup> Gower and Davies, *Ibid*, 19-6.

<sup>1890</sup> Allen v Gold Reefs of West Africa [1900] 1 Ch. At 671.

<sup>1891</sup> *Ibid*, « *Il [le pouvoir de modifier les statuts] doit être exercé, pas seulement en conformité avec la loi, mais aussi de bonne foi dans l'intérêt de la société dans son ensemble, et il ne doit pas en être fait abus*”.

d'exproprier les associés minoritaires<sup>1892</sup>, cette jurisprudence étant nuancée par la suite, une expropriation étant possible si elle est dans l'intérêt de la société<sup>1893</sup>.

**621.** Cette jurisprudence demandant à ce que les actionnaires majoritaires utilisent leur pouvoir de bonne foi se retrouve aussi dans les modifications des droits des actionnaires<sup>1894</sup>. Une société avait ainsi effectué une opération de réduction de capital qui était contestée par des actionnaires minoritaires aux motifs que les actionnaires qui avaient voté en faveur de l'opération n'avaient pas pris en compte les intérêts de l'ensemble des actionnaires. Le juge, Megarry J, relevèrent que la majorité des actionnaires devait voter « *de bonne foi, en pensant agir dans l'intérêt général des membres de la class [d'actionnaires]* »<sup>1895</sup>. Les juges refusèrent de donner une quelconque effectivité à l'opération étant donné que cela n'avait pas été suivi<sup>1896</sup> et que la réduction de capital apparaissait comme « injuste »<sup>1897</sup>. Il s'agit clairement de l'imposition d'un certain devoir envers les autres actionnaires étant dans la même situation financière. Cela se retrouve aussi dans le cadre du *scheme of arrangement*. Cette procédure permet d'effectuer certaines modifications notables de la structure sociétale en réunissant une majorité des trois quarts des actionnaires, les modifications devant ensuite être approuvées par un juge<sup>1898</sup>. Ce dernier n'approuvera pas un projet visant à porter atteinte aux droits des actionnaires minoritaires par la majorité<sup>1899</sup>. Ceci fût confirmé par un jugement<sup>1900</sup> dans lequel l'approbation de l'opération conduisait à faire peser un fardeau fiscal conséquent sur un actionnaire minoritaire et le vote d'un actionnaire était absolument déterminant<sup>1901</sup>. Le juge refusa alors d'approuver le *scheme* qui faisait peser une charge financière injuste sur l'un des actionnaires minoritaires<sup>1902</sup>. Il fonda son opinion sur

---

<sup>1892</sup> *Ibid.* Brown v British Abrasive Wheel Co [1919].

<sup>1893</sup> Sidebottom v Kershaw, Leese & Co Ltd [1920] 1 Ch. 154, CA; Dafen Tinplate Co v Llanelly Steel Co [1920] 2 Ch 124.

<sup>1894</sup> Re Holders Investment Trust Ltd [1971] Chancery Division, 2 All ER 289.

<sup>1895</sup> *Ibid.*, « (...) *en pensant de bonne foi qu'ils agissent pour les intérêts communs des membres d'une* ».

<sup>1896</sup> *Ibid.* « *Je dois déterminer si les trustees votèrent pour la réduction de bonne foi avec la croyance qu'ils agissaient conformément aux intérêts de l'ensemble des membres de cette classe. Du début à la fin, je ne vois aucune preuve que les trustees se soient demandés, selon le droit des sociétés, quelle était la bonne question, ou qu'ils n'aient jamais eu une intention d'agir de bonne foi qui est requise pour que la réduction soit effective* ».

<sup>1897</sup> *Ibid.* « *Maintenant, les preuves qui me sont présentées sur la loyauté des transactions me semblent être fortement indiquer une réduction injuste* ».

<sup>1898</sup> Gower and Davies, *Ibid.*, 29-2 et Part 26 Companies Act 2006.

<sup>1899</sup> Tunde Ogowewo, The underlying themes of tender offer regulation in the United Kingdom and the United States of America, 1996, Journal of Business Law, 463.

<sup>1900</sup> Re Hellenic & General Trust Ltd [1975] 3 All ER 382; [1976] 1 WLR123.

<sup>1901</sup> *Ibid.* « *Les votes de MIT étaient vitaux. S'ils n'avaient pas pris part au vote la majorité requise n'aurait pas été atteinte contre l'opposition des dissidents, la National Bank of Greece* ».

<sup>1902</sup> *Ibid.* « *Il me semble qu'il est injuste de priver la National Bank des actions qu'ils étaient en droit de penser comme étant protégé contre un rachat forcé et qui aurait pour effet de mettre à la charte de la National Bank une charge fiscale qu'ils, si le sujet avait été traité sous la Section 209, auraient pour simplement éviter en refusant de rejoindre le *scheme* approuvé en vertu de cette section* ».

l'existence d'un conflit d'intérêt entre l'actionnaire dont le vote avait été déterminant et l'acheteur potentiel de la société et sur les conséquences de l'opération, injustes pour les autres actionnaires. Ceci ne manque pas de nous interpeller<sup>1903</sup> étant donné que de nombreux actionnaires arbitragistes pourront avoir un conflit d'intérêt similaire et que leur comportement peut potentiellement causer un préjudice aux autres actionnaires. Un comportement similaire est donc sanctionné dans un cadre spécifique en droit anglais.

#### b. Une obligation restreinte et universelle.

**622. Un devoir restreint.** Un tel devoir de loyauté pesant sur l'actionnaire devrait être doublement restreint. Il devrait nécessairement concerner les moments critiques de la vie sociale. A ce titre, les offres publiques font partie de ces moments particulièrement importants dans la vie des sociétés, comme les augmentations de capital ou encore les procédures collectives. Il n'apparaît donc pas incohérent qu'un devoir de loyauté s'applique aux comportements des actionnaires lors de cette période. Ceci ressort clairement de notre étude. Le jugement du Tribunal de Commerce d'Orléans a été rendu avec une entreprise en grande difficulté financière et la jurisprudence anglaise précédemment étudiée s'applique principalement pour des opérations financières importantes, comme une augmentation de capital ou un *scheme of arrangement*. La législation française imposant un devoir de loyauté, comme en droit de la distribution ou des entreprises en difficulté, est aussi particulièrement circonscrite à des contrats ou des situations précises.

**623.** Ce devoir de loyauté devrait aussi être restreint dans son ampleur. Il s'agirait de sanctionner un comportement déloyal d'un actionnaire portant préjudice aux autres actionnaires. Une telle obligation ne doit pas empêcher un actionnaire d'effectuer un libre choix sur l'offre qui lui est faite. C'est pourquoi cette obligation de loyauté ne devrait sanctionner que des comportements particulièrement caricaturaux et a une portée dissuasive.

**624. Une obligation universelle.** Une telle obligation de loyauté a une vocation universelle pour imposer une loyauté aux actionnaires dans l'ensemble des situations où leur comportement est déterminant pour l'avenir de la société. A ce titre, elle s'imposera

---

<sup>1903</sup> Thomas Jaeglé, Hedge funds and takeover bids, LL.M Dissertation, 2012, King's College London, University of London.

naturellement aux offres publiques d'acquisition mais ne se limitera pas à ces opérations financières. Elle permettra aussi de régler le problème des comportements opportunistes lors des offres publiques de retrait<sup>1904</sup> et, qui sont dénoncés par la doctrine la plus autorisée<sup>1905</sup>. On voit difficilement comment un comportement visant à empêcher la sortie de bourse d'une filiale alors que le prix reflète la valorisation de la société pourrait être un comportement loyal. Une telle obligation permettrait d'apporter une solution globale à tous ces comportements et éviterait de multiplier des mesures législatives particulières.

**625.** L'émergence d'une telle obligation permettrait aussi de préserver l'égalité des actionnaires dans les offres publiques et de préserver les apports que cette égalité fournit, notamment à travers la diversité qu'elle garantit. L'ensemble des actionnaires devraient adopter un comportement loyal les uns vis-à-vis des autres sous peine de se voir sanctionner et ne pourrait donc pas abuser de la protection garantie par cette égalité.

**626. Conclusion du Chapitre.** L'absence de défense à la disposition de la société expose ces dernières à voir les arbitragistes décider de leur destin. Les moyens mis à disposition par la législation ne sont pas en mesure de contrebalancer l'influence des actionnaires arbitragistes. C'est notamment le cas avec l'abus de minorité. Alors que l'actionnaire arbitragiste adopte bien un comportement pouvant être contraire à l'intérêt social et pour son propre intérêt, il apparaît extrêmement difficile d'estimer qu'un tel comportement constitue un abus de minorité. On peut dès lors se demander s'il ne serait pas temps d'imposer un devoir de loyauté aux actionnaires, plus large que l'abus de minorité, pour que ces derniers se comportent selon les mêmes standards. Cela consisterait à reconnaître que les actionnaires n'ont pas que des droits mais aussi des devoirs. Ce devoir de loyauté trouve ses sources dans le lien contractuel unissant les associés et duquel découle une obligation d'exécution de bonne foi des conventions. Les actionnaires sont donc dans l'obligation d'exécuter cette convention, et donc de se comporter, avec loyauté. Cela signifie qu'ils devraient, en période d'offre publique, ne pas se lier les mains et prêter une certaine attention aux enjeux sous-jacents à l'offre pour prendre en compte les enjeux de long-terme. Une telle obligation de loyauté ne serait pas isolée étant donné qu'elle est déjà présente en droit anglais et tend à se développer en droit des affaires. On peine cependant à voir comment elle pourrait fonctionner en pratique et quels actionnaires auraient intérêt à la mettre en œuvre. L'émergence d'une telle obligation de loyauté apparaît bien théorique.

---

<sup>1904</sup> Supra n° 118 et suivants.

<sup>1905</sup> Frédéric Peltier, En finir avec les profiteurs de la sortie de Bourse, Les Echos, 13 mars 2013.

## **Chapitre 2. La nécessité de solutions particulières.**

627. L'arbitrage financier vient traduire la diversité des stratégies que peuvent adopter les actionnaires pendant les offres publiques. Il s'agit de comportements apparaissant comme étant particulièrement exagérés dans le sens où ils sont quasiment à l'extrême du désintéressement qu'un actionnaire peut porter à la société. Ils reflètent néanmoins parfaitement la grande diversité des pratiques que l'actionnaire, détenteur des titres de la société, peut appliquer en période d'offre publique. L'ensemble de ces comportements ont des motivations et des conséquences différentes. Elles traduisent une pluralité réelle de l'actionnariat. La notion d'actionnaire apparaît comme étant protéiforme et peut difficilement recouvrir un comportement qui soit identique à l'ensemble des parties. Ces comportements rentrent alors en contradiction avec un droit des offres publiques fondé sur l'égalité des actionnaires et ne faisant aucune distinction entre les différentes catégories d'investisseurs. Ce droit offre une protection identique à des investisseurs qui ont des attitudes totalement différentes vis-à-vis de la société. On peut clairement distinguer entre ces comportements, distinction qui vient bouleverser cette notion d'égalité qui est la pierre angulaire des offres publiques étant donné que certains actionnaires pourront apparaître comme abusant de la protection offerte par ce principe (§1). Ces constatations remettant en cause le principe de l'égalité des actionnaires pendant les offres publiques il nous faut envisager quelles évolutions seraient de nature à rééquilibrer le déroulement de ces dernières, surtout en cas d'offre hostile. Ces deux pistes peuvent être qualifiées d'options négatives car elles visent à porter atteinte aux droits de certains actionnaires. La première question porte sur la place des dirigeants lors des offres publiques. Il est soutenu que ces derniers doivent se voir redonner une plus grande marge de manœuvre pour pouvoir mettre en échec des offres pouvant porter préjudice à long terme à la société. Une telle évolution éviterait que les actionnaires arbitragistes favorisent le succès d'une offre qui ne serait pas pertinente pour la société cible. Une telle évolution semble peu probable même si des modifications intéressantes peuvent être envisagées, la neutralisation apparaissant souvent excessive. L'autre évolution envisagée est de priver certains actionnaires de droit de vote en assemblée générale, surtout pendant celle visant à l'approbation de mesures de défense, en fonction de leur durée de présence au capital. Cette réintroduction d'une certaine clause de stage semble être la solution préférable à l'heure actuelle, à défaut d'être la meilleure (§2).

## **§1. Egalité des actionnaires et diversité de l'actionariat.**

**628.** Cette distinction entre les différentes stratégies actionnariales vient consacrer une thèse déjà développée en droit des sociétés par le Professeur François-Xavier Lucas selon laquelle on peut distinguer en fonction des différents actionnaires et de leur lien avec le contrat social, leur partage de l'affectio societatis propre au contrat de société. Cette nouvelle *summa divisio* se retrouve dans les offres publiques entre les actionnaires portant attention à l'avenir à long terme de la société et les autres, ne souhaitant réaliser qu'une opération financière, comme les arbitragistes (A). Ce constat vient bouleverser le droit des offres publiques. Ce dernier est fondé sur le principe cardinal de l'égalité des actionnaires dans les offres publiques. Tout actionnaire doit recevoir un traitement égal sauf si la situation est différente<sup>1906</sup>. Ce principe est même à la source des offres publiques et trouve de nombreuses conséquences dans ce droit. La constatation de la diversité des actionnaires et des stratégies actionnariales incite à se poser la question de la pertinence de ce principe. On peut se demander si l'ensemble des actionnaires doit bénéficier de la même protection alors que ceux-ci adoptent des stratégies foncièrement différentes. Surtout, certains actionnaires utilisent ce principe et leur qualité d'actionnaire pour adopter des comportements qui sont à l'opposé de la vision du législateur. On peut dès lors se demander s'il n'y a pas une certaine forme d'abus de ce principe (B).

### **A. La consécration d'une nouvelle *summa divisio*.**

**629.** Le professeur François-Xavier Lucas a émis une distinction entre les différents actionnaires selon leur participation à l'affectio societatis propre au contrat de société (1). Cette thèse, bien que ne concernant initialement pas ce domaine des offres publiques, y trouve néanmoins sa consécration avec les différentes stratégies et les différents comportements qui peuvent être adoptés par les investisseurs (2).

---

<sup>1906</sup> Article 3.1.a de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

## 1. La thèse de la distinction entre les actionnaires et les bailleurs de fonds.

630. La distinction entre les différents investisseurs selon leurs liens avec l'affectio societatis de la société a été développée par François-Xavier Lucas (a). Des critiques ont cependant été apportées à cette thèse, tout particulièrement sur la question du critère pouvant permettre une distinction entre les différents actionnaires et procéder ainsi à une summa divisio entre ces derniers (b).

### a. La thèse défendue par François-Xavier Lucas.

631. **La distinction entre les actionnaires et les bailleurs de fonds.** La question de savoir si les actionnaires forment un tout uniforme au capital d'une société sans qu'aucune distinction ne puisse être faite a déjà été prise en compte par la doctrine juridique. On peut tout d'abord estimer que l'actionnaire dans une société cotée est différent de l'actionnaire dans une société non cotée ou de l'associé d'une société de personnes<sup>1907</sup>. Il est dès lors évident que les actionnaires auront des comportements et des attitudes différents en fonction d'un nouveau critère qui est celui de l'admission, ou non, des titres de la société sur les marchés financiers. Selon François-Xavier Lucas, on peut prendre le critère de l'affectio societatis pour séparer entre ces deux catégories d'actionnaires. L'affectio societatis est un élément propre au contrat de société et est essentiel à la définition de l'associé. « *Ce qui caractérise l'associé, c'est cet affectio societatis qui doit l'animer. Voilà un contrat, le contrat de société, pour lequel on ne se soucie pas seulement du consentement des parties, mais qui requiert de tous les contractants une foi partagée, une « volonté d'œuvrer ensemble au succès d'une entreprise commune ».* La loi leur demande de mettre en commun le gain et le dommage et d'entretenir des rapports de fraternité qui vont bien au-delà de ce que l'on

---

<sup>1907</sup> François-Xavier Lucas, Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ?, RDroit Bancaire et Fin., juillet/août 2002, n°4, p.216. Comme le relève François-Xavier Lucas, cela avait déjà été relevé par Ripert (G. Ripert, Aspects juridiques du capitalisme moderne, LGDJ, 1951, 2<sup>ème</sup> édition, p.94, n°39) : « *Celui qui achète une action à la Bourse peut difficilement croire qu'il fait figure d'associé au sens ancien et réel du terme. Souvent il ne connaît pas la nature et le siège de l'entreprise. Il choisit au hasard les titres que lui désigne son agent de change ou son banquier. Il les revendra dans quelques jours ou quelques mois. Il se soucie peu du nombre et de la qualité des autres actionnaires ou des représentants de la société. C'est un singulier abus de raisonnement logique que de voir dans cet acquéreur le successeur de l'associé primitif. La société est une société de capitaux et non de personnes ».*

*exige de cocontractants* »<sup>1908</sup>. Le Professeur Lucas propose dès lors d'utiliser ce critère pour catégoriser entre les actionnaires et les bailleurs de fonds, « *La vérité est que l'affectio societatis de l'actionnaire d'une société dont les titres sont admis à la cote sur le marché boursier est presque toujours inexistant. Or, si l'affectio societatis constitue bien ce critère qui permet de distinguer le contrat de société d'autres contrats, on est tenté de se demander si l'actionnaire est encore un associé* »<sup>1909</sup>. La thèse défendue est que certains actionnaires, techniquement définis comme tels car détenant ces titres, ne partagent pas le moindre affectio societatis et peuvent donc difficilement être analysés comme étant des actionnaires à part entière.

**632.** Les associés ne partageant pas l'affectio societatis seraient alors de simples bailleurs de fonds. « *Certains financiers prennent la qualité d'actionnaire pour réaliser un apport de capitaux propres à une société, sans avoir, à aucun moment le souhait de participer au risque de l'entreprise commune* »<sup>1910</sup>. Le Professeur Lucas citait l'exemple des conventions de portage par lesquelles le propriétaire des titres sera certain de les céder à un prix pré déterminé. Ce critère peut cependant être étendu et concerne d'autres actionnaires qui détiendraient des titres mais ne souhaiteraient absolument pas s'intéresser à la politique mise en place par la société. Cette évolution se trouve renforcée par l'évolution des titres financiers<sup>1911</sup> même si ces derniers, nous le verrons, ne peuvent être un critère pertinent pour catégoriser les actionnaires. Il existait une ancienne summa divisio, qui était néanmoins de plus en plus brouillée, entre ceux qui sont actionnaires et ceux qui ne le sont pas, ceux qui sont propriétaires des titres et les autres<sup>1912</sup>. Ainsi, « *Entre les divers bailleurs de fonds qui financent l'activité d'une société par actions, la summa divisio ne peut plus être établie entre ceux qui sont actionnaires et ceux qui ne le sont pas. Une distinction plus pertinente doit être proposée entre ceux qui sont de véritables associés et les autres* »<sup>1913</sup>.

**633. Les implications de cette thèse.** L'implication majeure de la thèse développée par le Professeur Lucas est de refonder le droit des sociétés en distinguant parmi les investisseurs. « *Il y a lieu de distinguer, parmi les actionnaires, entre ceux qui ont véritablement une âme d'associés et ceux qui se bornent à réaliser un investissement sans*

---

<sup>1908</sup> François-Xavier Lucas, Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ?, RD Bancaire et Fin., juillet/août 2002, n°4, p.216.

<sup>1909</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

<sup>1910</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

<sup>1911</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

<sup>1912</sup> Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse Paris I, 1999, n°331 et suivants.

<sup>1913</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

avoir une telle ambition. (...) Aujourd'hui il faut s'entendre sur cette idée élémentaire que tous les actionnaires ne sont pas du même bois. Certains sont de vrais associés, d'autres sont de purs investisseurs, c'est-à-dire des créanciers qui ne voient dans l'action que l'enrichissement qu'elle va leur procurer et négligent le pouvoir qu'elle pourrait leur conférer »<sup>1914</sup>. On aurait ainsi d'un côté les actionnaires s'impliquant pleinement dans la société et partageant cet affectio societatis et de l'autre de simples investisseurs financiers ne cherchant que la réalisation d'une plus-value et ne participant en rien au contrat de société. Cette séparation entre actionnaires et bailleurs de fonds pourrait conduire à des évolutions majeures en droit des sociétés. « Un véritable droit des sociétés s'appliquerait aux associés, un droit de l'investissement s'appliquerait aux investisseurs qui ne peuvent être regardés comme des associés »<sup>1915</sup>. On aurait alors à faire à une nouvelle summa divisio. Le droit des sociétés a déjà commencé à évoluer dans ce sens avec des règles spécifiques pour réglementer les sociétés cotées. Selon le Professeur Lucas, cette distinction permettrait de redonner un certain sens à certaines règles qui ne font sens que si l'actionnaire est réellement un actionnaire et non un simple bailleur de fonds (comme avec la réglementation sur les clauses léonines ou l'intangibilité du droit de vote). Conférer au droit de vote un caractère quasi-sacré n'a aucun intérêt si l'on est en présence d'un bailleur de fonds<sup>1916</sup>.

**634.** François-Xavier Lucas souligne enfin que cette distinction commençait à s'introduire dans le droit français, notamment à travers des décisions jurisprudentielles. La question qui se posait était de savoir si un investisseur qui était un actionnaire mais qui n'avait pas vocation à s'associer au destin de la société pouvait échapper à des règles d'ordre public. Dans une affaire de portage, le donneur d'ordre chercha à invoquer le caractère léonin de l'opération pour se détacher des liens du contrat. La manœuvre était vouée à l'échec étant donné que la Cour de cassation avait accepté les conventions de portage et refusé de recourir aux clauses léonines pour sanctionner ces dernières<sup>1917</sup>. François-Xavier Lucas relève une particularité tenant à la motivation de la Cour d'Appel de Paris<sup>1918</sup>. Elle relève que « le porteur est avant tout un bailleur de fonds » qui ne courait aucun risque financier étant donné qu'il était assuré du remboursement de son investissement et qu'il n'aurait jamais acheté les titres sans cette assurance. L'analyse est qu'il ne se voit dès lors pas appliquer les règles

---

<sup>1914</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

<sup>1915</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

<sup>1916</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

<sup>1917</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

<sup>1918</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.* CA Paris, 25<sup>ème</sup> Chambre B, 21 décembre 2001, BSA Bourgoin c. CDR Participations.

d'ordre public des clauses léonines du fait de cette qualité. Cette analyse fût ensuite validée par la Cour de cassation<sup>1919</sup>. On peut aussi citer une certaine manifestation de ce raisonnement dans les réflexions de l'AMF sur la possibilité de priver certains actionnaires pratiquant le prêt emprunt de titres. Elle estimait que la privation des droits de vote serait le seul moyen d'empêcher un tel actionnaire d'influer sur la stratégie de la société<sup>1920</sup>. Cette distinction est apparue dans la jurisprudence mais dans un cadre très restreint. Les réflexions de l'AMF n'ont pas non plus vraiment débouchées sur une privation de droits de vote pour certains actionnaires. On pourrait donc douter de l'utilité de cette distinction. Cependant, ce n'est pas parce qu'elle n'a pas trouvé une manifestation juridique claire qu'elle est inexistante. Elle revient d'ailleurs régulièrement dans le débat, comme lors des réflexions sur les mesures qui pourraient être prises pour contrebalancer l'influence des actionnaires arbitragistes lors des offres publiques<sup>1921</sup>.

#### b. Les critiques de cette thèse.

**635. La distinction entre les actionnaires.** La première critique que l'on peut faire à cette thèse est déjà de distinguer entre les actionnaires. L'actionnaire est traditionnellement vu comme étant le propriétaire des titres de la société. Ce critère ne permet bien évidemment pas de différencier entre les intentions des actionnaires. Le Code de commerce envisage aussi les actionnaires dans leur généralité. Aucune de ces dispositions ne vient envisager différentes catégories d'actionnaires détenant les mêmes titres. On peut donc estimer que la distinction entre les actionnaires pose en soit problème étant donné qu'aucun fondement juridique de la permet.

**636.** Le fondement avancé par François-Xavier Lucas dans sa thèse était l'affectio societatis. Cette approche est intéressante mais fortement critiquée<sup>1922</sup>. La première critique tient au fait que l'appréhension de ce critère est extrêmement subjectif. Il s'agit d'appréhender si l'actionnaire, détenteur des titres, a, ou non, l'intention de partager le destin économique de la société. « *Il en résulte que l'application d'un tel critère est source d'insécurité juridique*

---

<sup>1919</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.* Cass. Com. 16 novembre 2004, Belkhef c. Rossler.

<sup>1920</sup> Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, AMF, Groupe de travail présidé par Y. Mansion, janvier 2008, p. 12 et suivants.

<sup>1921</sup> *Infra* n°703 et suivants.

<sup>1922</sup> Alexandre Dalion et Antoine Tadros, La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop ? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés, Bull. Joly Bourse, 2009, n°5, p.406.

*puisque'il est impossible de déterminer ab initio la présence ou non de cette volonté chez l'actionnaire »*<sup>1923</sup>. Cette critique est intéressante car elle vient probablement neutraliser toute catégorisation à priori des actionnaires. Toutefois, cet argument n'est pas pertinent pour une appréciation à posteriori d'un comportement. Il ne semble pas illusoire de pouvoir mettre en place des critères qui seraient à même d'établir si un actionnaire a la « *volonté d'œuvrer ensemble au succès d'une entreprise commune* »<sup>1924</sup>. Dès lors, si cette catégorisation des actionnaires rentre dans le cadre d'un mécanisme de sanction on peut parfaitement envisager une telle approche. Une autre objection peut être apportée en se fondant sur la nature même de l'affectio societatis étant donné qu'il ne serait un critère utilisable que lors de la formation du contrat de société pour en apprécier la validité. Il apparaît cependant clairement que le juge n'entend pas le cantonner à ce seul rôle mais bien l'utiliser tout au long de la vie sociale de la société pour apporter des réponses aux questions portant sur la notion d'associé et non uniquement au moment de la création de la société<sup>1925</sup>. Cette notion, au cours de vie sociale, a ainsi permis de distinguer le banquier de l'associé, lorsque le premier recevait une quote part aux bénéfices sans pour autant participer au capital<sup>1926</sup>.

**637. La question du critère.** Certaines distinctions entre les actionnaires sont possibles. Elles se font cependant sur des critères objectifs tenant aux propriétés et surtout aux droits attachés aux titres. Certains auteurs proposent ainsi de retenir la distinction mais de la fonder sur des critères tenant aux caractéristiques propres des actions<sup>1927</sup>. On peut soutenir qu'il serait possible de catégoriser les actionnaires en se fondant sur la catégorisation des titres financiers. Avec l'émergence de nouveaux titres, comme les actions de préférence, on pourrait répertorier différentes catégories d'actionnaires en fonction des titres qu'ils détiennent et non en fonction de leurs stratégies actionnariales. Cette approche est celle retenue par l'AMF pour accepter une dérogation au principe d'égalité. La seule dérogation admise par le régulateur à ce sacro-saint principe tient dans la possibilité d'accorder un traitement différencié à des situations distinctes, « *Au sein d'une seule et même société, la nécessité de distinguer des situations différentes peut résulter de l'existence, à côté des actions ordinaires, d'autres actions que le droit français englobe désormais sous*

---

<sup>1923</sup> *Ibid.*

<sup>1924</sup> François-Xavier Lucas, *Ibid.*

<sup>1925</sup> Philippe Merle, Droit commercial – Sociétés commerciales, Droit Privé, Précis Dalloz, n°44.

<sup>1926</sup> Voir notamment : Ch. Com., 5 novembre 1974, Rev. Soc., 1975, p.492.

<sup>1927</sup> Alexandre Dalion et Antoine Tadros, La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop ? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés, Bull. Joly Bourse, 2009, n°5, p.406.

*l'appellation générique d'actions de préférence* »<sup>1928</sup>. Le régulateur l'a d'ailleurs reconnu dans sa jurisprudence<sup>1929</sup>. Le régulateur catégorise donc d'une certaine façon en fonction des titres détenus. Cette approche mérite cependant des réserves importantes. Tout d'abord certaines caractéristiques spécifiques s'attachent à la personne de l'actionnaire et non aux actions<sup>1930</sup> même si elles viennent conférer des droits supplémentaires à ce dernier. Nous avons démontré que c'était notamment le cas pour les actions avec des droits de vote doubles<sup>1931</sup>. Ces spécificités viennent brouiller toute catégorisation en fonction des titres détenus. D'autres limites apparaissent ; on peut légitimement se demander si la diversité des actionnaires serait parfaitement représentée dans le nombre des différents titres en circulation<sup>1932</sup>. Ensuite, et surtout, cette approche nous paraît fortement critiquable étant donné qu'elle repose sur deux présupposés erronés. Le premier serait qu'une catégorie d'action correspondrait parfaitement à la psychologie d'un actionnaire et à sa stratégie actionnariale. On voit difficilement comment certaines catégories de titres seraient réservées aux actionnaires et d'autres aux bailleurs de fonds. Le second serait que l'actionnaire reste fidèle à cette stratégie et ne trouve pas d'intérêt à vendre ses titres pour en acheter d'autres d'une autre catégorie ou même détenir des titres de différentes catégories dans la même société. On peut parfaitement imaginer qu'un actionnaire se comportant en investisseur de long-terme détienne des titres de différentes catégories, comme des actions simples, d'autres avec un droit de vote double et des actions de préférence. La catégorisation des actionnaires par les catégories d'actions ne nous semble donc pas pertinente.

**638.** L'affectio societatis n'apparaît pas comme étant un critère incontestable pour catégoriser les actionnaires. Nous avons démontré que la catégorisation par les titres ne pouvait permettre de catégoriser les actionnaires car la détention d'une catégorie de titres ne signifie par qu'une stratégie actionnariale sera uniforme à l'ensemble des actionnaires détenant ce titre. Le Professeur Lucas a estimé que la catégorisation pouvait se faire de manière totalement objective par l'étude du comportement des investisseurs<sup>1933</sup>. Cette idée est aussi critiquée quant aux critères à retenir. Il est objecté que l'exercice du droit de vote ou la possession des titres sont des critères intéressants mais pas forcément totalement fiables. Un

---

<sup>1928</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noël Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec, n°165.

<sup>1929</sup> *Ibid.* CA Paris, 16 septembre 2003, ADAM et a. c. SA Legrand et SAS Fimaf ; Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> novembre 2003, n°6, p.749.

<sup>1930</sup> M. Jeantin, « Observations sur la notion de catégorie d'action », D. 1995, p.88.

<sup>1931</sup> *Supra* n°495 et suivants.

<sup>1932</sup> Alexandre Dalion et Antoine Tadros, *Ibid.*

<sup>1933</sup> François-Xavier Lucas, Les transferts temporaires de valeurs mobilières, LGDJ, 1997, n°311.

actionnaire peut totalement se désintéresser de la société mais néanmoins utiliser son droit de vote<sup>1934</sup>. Nous sommes cependant parfaitement d'accord avec le Professeur Lucas ; le comportement des investisseurs peut parfaitement permettre de catégoriser ces derniers en fonction de leur degré d'implication. La méthode peut cependant difficilement reposer sur un critère unique. A l'inverse, le recours à la méthode du faisceau d'indices, connue des praticiens et commentateurs du droit boursier pourrait être un outil particulièrement pertinent pour identifier différents comportements permettant de caractériser un actionnaire. On peut parfaitement imaginer que la réunion de plusieurs indices permettrait d'établir que le comportement de l'investisseur est, sauf preuve du contraire, conforme à l'une des deux catégories établies par la doctrine.

## **2. La consécration de cette thèse.**

**639.** Les constatations sur l'arbitrage financier et l'activisme actionnarial nous semblent consacrer cette thèse. On a à faire à deux comportements parfaitement distincts traduisant deux attitudes antagonistes. La distinction se renforce entre les actionnaires adoptant des stratégies différentes (a) et cette nouvelle *summa divisio* se retrouve parfaitement dans les offres publiques à travers les différentes stratégies actionnariales (b).

### **a. Le renforcement de la distinction.**

**640. L'accroissement de la diversité de l'actionnariat.** La thèse de François-Xavier Lucas a été renforcée par les mutations de l'actionnariat intervenues depuis. La première de ces mutations, et elle est majeure, tient à l'accroissement de la diversité de l'actionnariat. Cette évolution est le fruit d'un long mouvement<sup>1935</sup>. Dans un premier temps, il s'agissait des familles fondatrices de l'entreprise. Ensuite, ces blocs de contrôle éclatèrent donnant naissance à un actionnariat dispersé composé majoritairement d'actionnaires minoritaires. Le troisième mouvement qui ne cesse de s'amplifier tient dans l'apparition de la gestion d'actifs,

---

<sup>1934</sup> Alexandre Dalion et Antoine Tadros, *Ibid.*

<sup>1935</sup> Gower and Davies, *Principes of Modern Company Law*, 15-10, 8<sup>th</sup> edition, 2010, Sweet & Maxwell.

c'est-à-dire l'intermédiation de la gestion confiée à des professionnels<sup>1936</sup>. Ce constat a été renforcé par l'étude du Professeur Kay réalisée par le gouvernement Britannique<sup>1937</sup>. Cette gestion d'actifs a elle-même évolué d'un système où il existait un fort intuitu personae entre le gestionnaire et son client à un régime plus industriel<sup>1938</sup>. Cette évolution a conduit, en Grande-Bretagne, à un effondrement de l'actionnariat individuel qui ne représente maintenant que 11% des actions détenues<sup>1939</sup>. Cette évolution vient bouleverser l'analyse de l'actionnariat des sociétés cotées, à tel point qu'il n'est plus évident de savoir qui détient les titres, le détenteur juridique et économique pouvant être deux personnes différentes<sup>1940</sup>. A l'heure actuelle, il faut donc compter sur un actionnariat individuel et sur une industrie de gestion d'actifs importante. Cette dernière est elle-même extrêmement diverse étant donné qu'elle regroupe des structures totalement différentes allant de l'OPCVM aux *hedge funds*. L'évolution des stratégies de gestion des portefeuilles<sup>1941</sup> vient renforcer la distinction entre actionnaires et bailleurs de fonds. Ces théories cherchent à répliquer au mieux l'évolution de certains indices boursiers avec l'utilisation de formules mathématiques mais sans considération aucune pour les actions composant ces mêmes indices<sup>1942</sup>. Les décisions d'investissement sont le résultat de calculs mathématiques. Cela entraîne une profonde diversification des portefeuilles pour limiter le risque, ce qui nuit à l'engagement des actionnaires. A cela, il faut ajouter les fonds de pension, représentant une partie significative de l'actionnariat, renforcée par les fonds souverains aux objectifs totalement différents. Les banques d'investissement et toutes les structures d'investissement pour comptes propres viennent renforcer ce paysage. Cette évolution est enfin parachevée par l'utilisation massive

---

<sup>1936</sup> The Kay Review of UK Equity markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012: "*Les acteurs importants du marché actions en Angleterre étaient autrefois les investisseurs individuels et leurs brokers, auxquels succédèrent les compagnies d'assurance et les fonds de pension. Aujourd'hui, les agents clés dans la chaîne d'investissement sont les gérants d'actifs professionnels*".

<sup>1937</sup> The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, July 2012.

<sup>1938</sup> *Ibid*, 3.1 : "*Cinquantes ans auparavant, la plupart des actions dans les sociétés anglaises étaient détenues par des investisseurs individuels, qui effectuaient leurs opérations à travers des brokers, à des taux fixés et haut de commission. Les brokers connaissaient souvent leurs clients personnellement, et étaient aussi en contact directe avec les sociétés dont les actions étaient recommandées. La plupart des activités sur les marchés seraient aujourd'hui regardées comme des délits d'initiés*".

<sup>1939</sup> *Ibid*, 3.5.

<sup>1940</sup> *Ibid*, 3.12.

<sup>1941</sup> R.M Maatman, Dutch pension Funds, Fiduciary duties and Investing, Law of Business and Finance Series, Kluwer International, vol. 7, p.233.

<sup>1942</sup> Japp Winter, Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership. RTDF, 2012, n°1, p.5 : "*L'attention est entièrement concentrée sur des résultats financiers sur les resultants relatives des actions et les fonds d'investissement en relation avec des benchmarks ou des indices sélectionnés, reflété dans l'alpha (le retour du portefeuille ou un fonds d'investissement sur le retour sur le marché ou un benchmark) et le beta (la sensibilité aux fluctuations sur les retours d'actions ou fonds d'investissement en comparaison avec la sensibilité du marché ou du benchmark). Les décisions d'investissement sont prises sur la base de ces types de calculs mathématiques fondés sur des données historiques*".

des mathématiques financières dont l'aboutissement est le *trading* haute fréquence. Il s'agit de l'utilisation de formules mathématiques par des automates spécialement développés à cet effet dans le but de repérer des anomalies de marché et de les exploiter. Outre les débats sur l'intérêt économique de tels mécanismes de négociation<sup>1943</sup> leur apparition montre désormais la différence qu'il peut exister entre les différents types d'actionnariat. Il coexiste, au sein du capital des sociétés cotées, des actionnaires détenant leurs titres pour des périodes longues en prêtant une attention renforcée à l'évolution de cette société alors que d'autres détiendront le titre pendant quelques secondes sans même prêter attention à la société à laquelle est rattaché le titre.

**641.** Cette évolution ne fait que renforcer la thèse de la distinction entre actionnaires et bailleurs de fonds. Les détenteurs de titres pour des périodes courtes et qui ne peuvent matériellement prêter une quelconque attention à la situation de la société recourent parfaitement les investisseurs qui étaient désignés dans la catégorie des bailleurs de fonds. Cette thèse est ainsi rejointe par les constatations du Professeur Kay<sup>1944</sup>. Les auteurs de ce rapport distinguaient entre les « *investors* » et les « *traders* »<sup>1945</sup> rejoignant en cela la distinction proposée par le Professeur Lucas. Les acteurs de court terme représentent 72% des transactions sur le marché actions anglais alors qu'ils ne représentent qu'une faible proportion du capital des sociétés<sup>1946</sup>. On peut donc estimer que l'évolution du secteur financier vient renforcer cette distinction. De nouveaux investisseurs, rentrant parfaitement dans la catégorie des bailleurs de fonds, apparaissent maintenant clairement au capital des sociétés. On peut même estimer que cette distinction se renforce. Les nouveaux investisseurs apparaissent dans le capital des sociétés et adoptent des stratégies actionnariales encore plus caricaturales. On voit donc qu'à l'heure actuelle, loin d'être dépassée, la distinction se renforce avec l'apparition de nouveaux investisseurs tendant à considérer les actions comme de simples titres financiers dénués de tout lien avec une activité économique.

---

<sup>1943</sup> Nessim Aït-Kacimi, Le trading haute fréquence sert moins à spéculer qu'à apporter de la liquidité, Les Echos, 17 octobre 2012.

<sup>1944</sup> *Ibid*, 5.2: "Pour le but de ce rapport la distinction la plus importante dans les types de gérants d'actifs est entre ceux dont l'intérêt primaire est sur les activités de la société – son business, sa stratégie, et ses probables gains financiers et cash flow futures – et ceux dont l'intérêt primaire porte sur le marché des actions de la société – le flux des ordres d'achat et de vente, le dynamisme dans le prix de l'action, et les relations à court-terme entre les prix des différentes actions".

<sup>1945</sup> *Ibid*, 5.4.

<sup>1946</sup> *Ibid*, 5.5: "Les fedge funds, les traders haute fréquence et les traders sont responsables pour 72% des changements de titres sur le marché (mais pour une faible proportion de détention des titres)".

**642. Le renouveau de l'engagement actionnarial.** L'engagement actionnarial n'est pas totalement nouveau. On peut même estimer qu'il est né avec le principe du *comply or explain*, ou plutôt lorsque les gouvernements ont décidé de recourir à ce principe pour permettre le contrôle des codes de bonnes gouvernances imposés aux dirigeants des sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé<sup>1947</sup>. Les pouvoirs publics, en recourant à cette *soft law*, ont donné, lors des années 2000, un pouvoir aux actionnaires pour contrôler l'application de ces dispositions. Dès ce moment la distinction se renforçait entre les actionnaires participant pleinement au contrôle de l'application de ces codes et les bailleurs de fonds qui n'y prêtaient pas attention.

**643.** L'engagement des actionnaires a depuis toujours été renforcé, créant en cela différentes familles d'actionnaires<sup>1948</sup>. L'évolution de l'actionnariat précédemment décrite rentre en contradiction avec la volonté d'encourager et de développer l'engagement des actionnaires dans le contrôle de la gestion de la société<sup>1949</sup>. Cette volonté se développe au niveau européen, notamment à travers le livre vert de la Commission Européenne et les réponses qui y ont été apportées<sup>1950</sup>. Les questions de ce débat sont nombreuses étant donné qu'il s'agit d'encourager l'implication des actionnaires, ce qui peut notamment passer par revoir les règles sur les sociétés d'assurance. Une réflexion émerge aussi sur la rémunération des gérants d'actifs. La Commission Européenne mène en tout cas clairement une réflexion dans le but de revoir les textes en vigueur pour améliorer l'engagement des actionnaires dans les sociétés cotées. Le mouvement actuel est clairement orienté vers un actionnaire encouragé par les pouvoirs publics à s'impliquer dans la gestion de la société. Ceci vient donc augmenter les différences avec les détenteurs de titres, bailleurs de fonds, et ne s'intéressant pas à la gestion de la société.

**644.** Cette évolution trouve probablement sa consécration dans le *Stewardship Code* émis en septembre 2010, et révisé en 2012<sup>1951</sup>, qui concerne les gestionnaires d'actifs de la

---

<sup>1947</sup> Jean-Baptiste Poulle, L'apparition du principe se conformer ou expliquer en droit français, RTDF, 2008, n°1, p.41-47.

<sup>1948</sup> Alain Couret, Le droit de vote des actionnaires : état des lieux, Colloque : Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes 13 octobre 2011, RTDF, 2011, n°4, p.13.

<sup>1949</sup> Supra n°337.

<sup>1950</sup> Paul L. Davies, Guido A. Ferrarini, Klaus J. Hopt, Alain Pietrancosta, Rolf. R. Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap W. Winter, Eddy Wymeersch, Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework", 22 July 2011, RTDF, 2011, n°4, p.153.

<sup>1951</sup> Cette révision est faite dans un effort d'amélioration du contrôle des actionnaires sur les sociétés cotées. Les motivations de ces amendements ont été publiés par le Financial Reporting Council, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Feedback-Statement-UK-Stewardship-Code-September-2.aspx>. Lien consulté le 25 mars 2012.

City de Londres<sup>1952</sup>. Ce Code a pour but de promouvoir un contrôle accru des sociétés cotées sur la place Londonienne dans l'intérêt de l'ensemble des acteurs<sup>1953</sup>. Il relève tout particulièrement que le contrôle des dirigeants par les actionnaires ne se limite pas à la seule utilisation du droit de vote. A lire ce code, on peut estimer que les actionnaires ont un devoir de surveillance qui s'exerce tout au long de l'année<sup>1954</sup>. Ce devoir de surveillance vise l'ensemble des aspects de la vie sociale et pas uniquement la seule question de la valorisation financière de la société. Il repose sur le principe du *comply or explain*, les gestionnaires d'actifs ne respectant pas ces principes devant expliquer les raisons de ce refus à leurs clients. Ce Code demande aux investisseurs institutionnels de dévoiler leurs méthodes de contrôle des dirigeants et des stratégies adoptées par les sociétés cotées<sup>1955</sup>. Ils doivent clairement contrôler les sociétés dans lesquelles ils investissent<sup>1956</sup> et s'entendre pour effectuer ce travail collectivement quand cela est nécessaire<sup>1957</sup>. Ce Code se rattache donc au mouvement de la *soft law*, mais reste juridique. Il s'agit cependant clairement d'un instrument juridique, dont on peut débattre de la nature, mais qui vient donner une consistance juridique à ce mouvement de contrôle des dirigeants. Cette structuration juridique vient renforcer la distinction entre les actionnaires, qui participeraient à ce mouvement de contrôle des dirigeants, et les bailleurs de fonds qui ne rempliraient pas ce rôle. Il permet même d'institutionnaliser le mouvement de contrôle des dirigeants. Dès lors, ce code vient renforcer la catégorisation des actionnaires.

#### b. Une summa divisio présente dans les offres publiques.

**645. L'arbitrage et l'activisme.** La catégorisation des actionnaires entre les actionnaires proprement dits et les bailleurs de fonds dépourvus d'*affectio societatis* ne fait que se renforcer. A ce titre on peut se demander si cette distinction n'est pas présente dans les

---

<sup>1952</sup> Ce document est disponible sur internet : <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>. Lien consulté le 25 mars 2013.

<sup>1953</sup> *Ibid* : "Le but du Stewardship est de promouvoir le succès à long-terme des sociétés d'une telle manière que le plus petit des actionnaires voit sa participation aussi prospérée. Le stewardship effectif prodite aux sociétés, aux investisseurs et à l'économie dans son ensemble".

<sup>1954</sup> *Ibid* : "Pour les investisseurs, le stewardship est plus que le simple vote. Les activités peuvent inclure le contrôle et l'engagement avec des sociétés sur des sujets comme la stratégie, la performance, les risques, la structure de capital, et la corporate governance, incluant la culture d'entreprise et les rémunérations. L'engagement est un dialogue déterminé avec les sociétés sur des dossiers ainsi que sur des issues qui sont des sujets de vote aux assemblées générales".

<sup>1955</sup> *Ibid*, Principe 1.

<sup>1956</sup> *Ibid*, Principe 3.

<sup>1957</sup> *Ibid*, Principe 5.

offres publiques. On peut estimer que les investisseurs pratiquant l'arbitrage financier ne partagent que peu l'*affectio societatis* du contrat de société. Ils peuvent difficilement démontrer une « *volonté d'œuvrer ensemble au succès d'une entreprise commune* » étant donné qu'ils ne s'intéresseront qu'à l'écart de cours et à la réussite de l'offre. Ce manque d'attachement à l'*affectio societatis* se traduit par une réunion de divers indices. On relèvera la durée de l'investissement (généralement quelques semaines), l'utilisation de mécanismes empêchant une pleine implication (comme les ventes à découvert), ou encore l'intérêt à ce que l'offre réussisse même si cela est ouvertement contraire à l'intérêt social de la société. Les investisseurs pratiquant l'arbitrage financier pourraient donc être rangés dans la catégorie des bailleurs de fonds. A l'inverse, on peut estimer que d'autres actionnaires peuvent être pleinement qualifiés d'actionnaires étant donné qu'ils ont pris en compte les termes de l'offre, mené une analyse en profondeur de la proposition qui leur était faite et pris leur décision en conséquence. La différence tient donc dans l'investissement qu'ils auront dans la société. En suivant ce recoupement, on peut estimer que les actionnaires qui pratiquent l'activisme actionnarial répondront parfaitement à la définition des actionnaires partageant pleinement l'*affectio societatis*. En s'investissant, pendant une période de temps significative, ces actionnaires agiront avec d'autres actionnaires pour supporter ou contrer les vues des dirigeants de la société. En cela ils participent pleinement au contrat de société en s'impliquant dans le contrôle de la gestion de cette dernière. Il en va plus généralement de même pour l'ensemble des actionnaires prenant une participation au capital de la société cible pendant une offre publique. On peut penser à un investisseur montant au capital pour soutenir ou s'opposer à une offre faite par un tiers.

**646.** Ces constatations rejoignent la catégorisation des actionnaires proposée par François-Xavier Lucas. On peut aussi, pendant les offres publiques, distinguer entre les actionnaires et les bailleurs de fonds. La distinction sera moins aisée et le critère de l'*affectio societatis* encore plus ténu. Par définition, le « *succès de l'entreprise commune* » est compliqué à percevoir en période d'offre publique étant donné que l'entreprise pourra être amenée à disparaître à l'issue de cette dernière. Il faudrait donc s'attacher à une définition plus souple de l'*affectio societatis* englobant surtout la volonté de prendre en compte l'ensemble des tenants et les aboutissants de l'offre. L'actionnaire, et non le bailleur de fonds, serait finalement celui que nous avons précédemment décrit comme étant l'investisseur qui

prend en compte l'intégralité de l'information donnée par le législateur pour se prononcer sur l'offre<sup>1958</sup>.

**647. Les stratégies actionnariales de long et court-terme.** On pourrait être tenté de vouloir changer de critère pour séparer les actionnaires et les bailleurs de fonds lors des offres publiques. Le critère temporel apparaît en filigrane de l'ensemble des propositions et réflexions qui ont été faites dans ce sens<sup>1959</sup>. Il faudrait distinguer entre les actionnaires en fonction de la date d'achat des titres. Ce critère permettrait de distinguer entre les actionnaires profiteurs et ceux qui voudraient pleinement s'investir dans le choix qui leur est proposé avec l'offre. Il s'agirait de poser une présomption sur les intentions de l'actionnaire en fonction de la date d'achat des titres. Cette dernière traduirait les intentions de ces derniers. Comme nous le relèveront, ce critère ne nous semble pas non plus pertinent dans ce cas. On ne peut juger des intentions d'un investisseur en se fondant uniquement sur la date d'achat de ses titres.

**648.** A l'inverse on peut utiliser le critère temporel d'une autre manière, en jugeant de la durée de l'investissement. Un investisseur souhaitant prendre une participation avec une vision de long-terme partagera un affectio societatis forcément plus fort avec les autres associés qu'un actionnaire avec un horizon d'investissement de court terme. Cependant, le bât blesse ici aussi. Cette intention ne peut se présumer lors de l'achat des titres, elle ne peut que se constater à posteriori par le comportement des investisseurs pendant la période d'offre publique. La summa divisio entre actionnaires et bailleurs de fonds existe aussi pendant les offres publiques mais rencontre les mêmes difficultés en ce qui concerne la recherche du critère adéquat qu'en période normale.

## **B. Le bouleversement du droit des offres publiques.**

**649.** Le droit des offres publiques trouve son essence et son fondement dans les demandes d'égalité des actionnaires ; il trouve sa source dans ce fondement. Cette égalité entre les actionnaires est, à l'heure actuelle, vue comme la valeur cardinale des offres

---

<sup>1958</sup> Supra n°370 et suivants.

<sup>1959</sup> Voir infra n°714 sur ce critère. C'était ce critère qui était à l'œuvre lors des réflexions du Takeover Panel sur l'éventuelle suppression du droit de vote. C'est aussi ce critère qui est au cœur des réflexions contre les abus pendant les *squeeze out* (Entretien avec Frédéric Peltier, Avocat Associé, Viguié, Schmidt, Peltier, Juvigny, 19 février 2013 et l'article du même auteur En finir avec les profiteurs de la sortie de bourse, Les Echos, 13 mars 2013).

publiques et peut difficilement être remise en cause (1). Cette égalité doit cependant s'accommoder d'un actionnariat divers avec des stratégies totalement différentes. Sont considérés comme égaux des comportements totalement distincts et antagonistes car ils ne viennent pas créer une situation distincte quant à la propriété des titres. Cette pratique peut néanmoins conduire à des abus (2).

### **1. Le droit des offres publiques découle de l'égalité.**

**650.** L'égalité des actionnaires est au cœur des offres publiques, ce principe en a même été à l'origine étant donné que les offres publiques ont pour finalité de protéger l'ensemble des actionnaires de la société (a). Ce principe imprègne le droit des offres publiques. Il explique de nombreuses décisions et aspects de ce droit et se manifeste radicalement à travers l'offre publique obligatoire (b).

#### **a. L'égalité : fondement des offres publiques.**

**651. L'égalité des actionnaires.** L'égalité des actionnaires est érigée en principe cardinal<sup>1960</sup> du droit des offres publiques. Nous avons vu<sup>1961</sup> qu'il s'agissait d'un principe général du droit des offres publiques européen, français et anglais. La raison d'être de ce principe ne tient pas d'un principe du droit des sociétés ou du droit civil mais d'une notion financière. Il s'agit de celle de prime de contrôle<sup>1962</sup>. Les actionnaires majoritaires détiennent le contrôle de la société. Leur participation permet à son propriétaire de contrôler cette dernière contrairement à celle des minoritaires. La valeur de cette participation est dès lors supérieure à celle des minoritaires étant donné que ces derniers ne peuvent monnayer le contrôle de la société. Dans un marché sans contrainte aucune, avec des transactions de gré à gré, on aurait donc une forte différence entre le prix versé pour obtenir les actions représentant le bloc de contrôle et celui qui pourrait être versé. Il y a donc une certaine sorte

---

<sup>1960</sup> Frédéric Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°1018 et suivants ; Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, 156 et suivants.

<sup>1961</sup> Supra n°250.

<sup>1962</sup> Pascal Quiry et Yann Le Fur, Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz, 2013, p.757.

de rupture d'égalité financière entre les actionnaires<sup>1963</sup>. Cette situation n'est pas tolérable pour les pouvoirs publics étant donné que, tout comme les abus de marché, elle vient perturber le bon fonctionnement des marchés financiers et peut même les remettre en cause. Les marchés financiers nécessitent que les investisseurs aient confiance dans leur bon fonctionnement. Cette confiance pourrait être remise en cause de deux manières. La première serait que si le bloc de contrôle est acquis, les titres des autres actionnaires subiraient une perte de valeur conséquente. Les investisseurs pourraient, dans ce cas, difficilement avoir une confiance absolue dans la pérennité de leur investissement. Le second risque tient au piège dans lequel se situeraient ces actionnaires s'ils ne se voyaient pas ouvrir une porte de sortie en cas de dévalorisation de leur investissement consécutif à la perte de la prise de contrôle. Or, les marchés financiers ne peuvent fonctionner correctement sans les actionnaires minoritaires et ces derniers risquent de se retirer si de tels risques pèsent sur leurs investissements. Contrairement aux Etats-Unis qui estiment que les coûts financiers engendrés par de telles mesures risquent d'entraver les restructurations d'entreprises, le législateur français préfère augmenter l'attrait de l'investissement boursier pour l'ensemble des investisseurs<sup>1964</sup>. Pour les mesures découlant de ce principe d'égalité des actionnaires en période d'offre publique, il s'agit même clairement de la mise en œuvre d'une politique économique<sup>1965</sup>.

**652.** L'égalité des actionnaires dans les offres publiques découle donc de la volonté du législateur d'aménager un « accès obligatoire aux primes de contrôle »<sup>1966</sup> pour les actionnaires minoritaires. « *Au soutien de l'idée que les minoritaires des sociétés cotées dont le contrôle est cédé doivent pouvoir profiter des conditions offertes aux majoritaires cédants, les autorités boursières invoquent la nécessité dans ces sociétés d'une application stricte du principe d'égalité* »<sup>1967</sup>. Comme le relève Alain Pietrancosta dans sa thèse, c'est bien la volonté d'assurer un traitement égal des actionnaires qui est à l'origine de l'ensemble de la réglementation sur les changements de contrôle des sociétés cotées en bourse. « *C'est donc bien à l'intérieur du sacro-saint principe que l'on est invité à chercher la « justification »*

---

<sup>1963</sup> Dominique Schmidt, Les droits des minoritaires et les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°1342 : « *Le pouvoir majoritaire, du fait même de son existence, crée une situation dans laquelle ceux qui détiennent le pouvoir et ceux qui ne le détiennent pas ne sont plus à égalité. Cette situation inégale est susceptible de perturber sensiblement le mécanisme de l'offre publique qui repose sur l'égalité de traitement des investisseurs* ».

<sup>1964</sup> Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse, Paris I, 1999, n°1544.

<sup>1965</sup> *Ibid*, n°1545.

<sup>1966</sup> *Ibid*, n°1538.

<sup>1967</sup> *Ibid*, n°1359.

voire « l'unique objet » de ces procédures »<sup>1968</sup>. Il s'agit là de la consécration d'une école de pensée attachée à la prise en compte de la réalité économique<sup>1969</sup>. Cette dernière estime que les effets économiques d'une telle opération la distinguent nécessairement d'une simple cession d'actions n'emportant pas de telles conséquences. L'opération dépasse largement le cercle des seules parties au contrat de société. Le contrôle est alors analysé comme un bien, un actif de l'entreprise, que détient l'ensemble des actionnaires présents au capital de la société<sup>1970</sup>. Nous peinons à adhérer à cette analyse du contrôle. Il est certain que cette mesure est guidée par des impératifs économiques qui sont ceux du bon fonctionnement des marchés financiers et la protection des actionnaires minoritaires pour que ces derniers gardent confiance dans ces derniers. Cependant, la prime de contrôle est un élément financier qui reste nécessairement dans les mains des actionnaires détenant les titres conférant le contrôle de la société. Il convient d'assumer pleinement que cette mesure est guidée par un impératif de protection de la confiance dans les marchés financiers et n'est pas forcément guidée par une quelconque logique juridique. Cette absence de fondement juridique a d'ailleurs été reconnue par les autorités à l'origine de ces mesures<sup>1971</sup>.

**653. Les rapports avec le droit des sociétés.** De prime abord, le principe d'égalité entre les actionnaires est loin d'être étranger au droit des sociétés, il se manifeste notamment pendant les augmentations de capital<sup>1972</sup>. Il est considéré comme « une vertu d'ordre politique encore qu'elle n'ait pas la même portée qu'en droit constitutionnel »<sup>1973</sup>. Il s'agit de traiter l'ensemble des actionnaires de la société de la même façon quel que soit leur poids ou leur ancienneté au capital. On pourrait rattacher l'égalité des actionnaires en droit général des

---

<sup>1968</sup> *Ibid*, se fondant sur le rapport de la Commission des Opérations de Bourses pour 1970, p.170.

<sup>1969</sup> *Ibid*, n°1541. Alain Pietrancosta cite notamment J. Paillusseau et R. Contin, La cession de contrôle d'une société, JCP 1969.I.2287 ; D. Roux, La spécificité des cessions de contrôle, Rev. Soc., 1980, p.49 ; J. Paillusseau, La cession de contrôle, JCP E 1985.II.14587.

<sup>1970</sup> *Ibid* : « Il est dépeint comme un bien de l'entreprise, de sorte que les majoritaires ne sont plus légitimes à prétendre pouvoir en disposer librement et encaisser seul le surplus correspond à ce pouvoir acquis sur la société cédée. Les minoritaires, entre autres, doivent y être associés, d'autant qu'ils ont tout à redouter de la commission de la société aux intérêts des actionnaires ».

<sup>1971</sup> *Ibid*, n°1545. En 1970, le secrétaire général de la COB écrivait : « Il paraît indispensable, non pour des considérations morales ou juridiques mais dans l'intérêt du marché et pour son développement, que les épargnants aient confiance dans son fonctionnement loyal et qu'à cette fin l'égalité des actionnaires soit clairement affirmée (...). Il est illusoire d'espérer attirer à la bourse une clientèle directe d'épargnants individuels si, associés pleinement aux risques de la société, ils ne le sont pas à toutes ses chances... ». Comme le relève aussi Alain Pietrancosta (*Ibid*) ceci était aussi reconnu par la Commission des Opérations de Bourse qui, dans son rapport annuel de 1973, notait p.150, que les obligations supplémentaires découlant du principe d'égalité « sont incontestablement sévères pour l'acquéreur » mais qu'elles sont « en tout cas justifiées par des considérations tenant à la protection des actionnaires et à l'intérêt du marché ».

<sup>1972</sup> Philippe Merle, Droit commercial – Sociétés commerciales, Droit Privé, Précis Dalloz, n°570. Voir aussi : J. Mestre, L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé), Rev. Soc., 1989, p.399.

<sup>1973</sup> Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, Dr. sociétés, 21<sup>ème</sup> édition, LexisNexis Litec, n°309.

sociétés avec celle imposée par le droit des offres publiques. Ce dernier ferait une sorte de doublon. Cette interprétation ne paraît cependant pas pertinente. Le respect de l'égalité des actionnaires s'impose aux dirigeants de la société pour les opérations qu'ils mettent en œuvre et qui pourraient nuire à cette égalité (comme les augmentations de capital). Le cadre est celui dans lequel la société prend une mesure favorisant certains actionnaires mais pas d'autres. A notre connaissance, elle n'a pas été étendue aux actes des actionnaires en général et à leurs ventes d'actions en particulier.

**654.** La chose semble donc être différente d'une simple extension du principe d'égalité des actionnaires. On peut même se demander si elle a un lien quelconque avec le droit des sociétés. La doctrine<sup>1974</sup> a relevé qu'il ne s'agit ni plus ni moins de porter atteinte à la propriété des actionnaires majoritaires, notamment, nous le verrons, en les forçant à déposer une offre publique obligatoire sur le reste des titres de la société détenus par les minoritaires. Il s'agit de leur imposer une charge financière ne représentant pas forcément un intérêt pour eux étant donné qu'ils pourraient préférer ne pas détenir la majorité des titres. Cela est renforcé par le fait que les risques encourus par les actionnaires minoritaires ne sont qu'hypothétiques lors de la cession de contrôle. Le droit des sociétés classique, hors du droit des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, n'admet pas une telle obligation, alors même que la participation des actionnaires minoritaires est nécessairement plus difficilement cessible<sup>1975</sup>. Cette doctrine relève que pousser ce raisonnement jusqu'au bout viendrait ni plus ni moins à nier toute différence entre les actionnaires majoritaires et les minoritaires. Ainsi, cette exigence d'égalité entre les actionnaires apparaît comme étant une exception juridique, « *on observe d'ailleurs que seule une opération visant le contrôle d'une société dont les titres sont cotés sur une bourse de valeurs déclenche cette obligation de désintéresser aux mêmes conditions tous les actionnaires qui le souhaitent* »<sup>1976</sup>.

---

<sup>1974</sup> Alain Pietrancosta, *Ibid*, n°1543.

<sup>1975</sup> *Ibid*.

<sup>1976</sup> *Ibid*, n°1544.

## b. Les manifestations de ce principe.

**655. Les conséquences.** Ce principe, comme nous l'avons déjà démontré, a de nombreuses conséquences sur le droit des offres publiques<sup>1977</sup>. Il en est même la pierre angulaire. C'est en vertu de ce principe qu'il n'est pas possible d'offrir un prix différent à des actionnaires qui sont dans la même situation, c'est-à-dire qui détiennent les mêmes titres. L'existence de ce principe juridique vient par exemple empêcher toute mise en place d'une offre qui discriminerait en tout ou partie selon les actionnaires. Même si ces applications jurisprudentielles sont plutôt rares<sup>1978</sup>, ce principe cardinal vient garantir l'absence de toute discrimination pendant le processus d'offre.

**656.** Ce principe d'égalité des actionnaires est aussi à l'origine de nombreuses règles sur les offres publiques d'acquisition tant en droit français que dans les règles du Takeover Panel<sup>1979</sup>. Outre la réglementation du prix dans l'offre publique obligatoire ce principe impose naturellement le traitement égalitaire de l'ensemble des actionnaires pendant l'offre, notamment au niveau du prix ou des avantages qui pourraient être consentis par l'initiateur. Ce principe est à l'origine d'une différence absolument majeure avec le droit américain qui est celui de l'interdiction des offres partielles<sup>1980</sup>, c'est-à-dire ne visant qu'une partie du capital de la société cible et non sa totalité.

**657. L'offre publique obligatoire.** Les offres publiques sont diverses et peuvent même être imposées<sup>1981</sup>. La manifestation la plus visible de ce principe d'égalité reste quand même l'offre publique obligatoire que nous avons déjà eu l'occasion de décrire<sup>1982</sup>. Ce mécanisme oblige l'investisseur qui vient à acquérir le contrôle de fait de l'entreprise à offrir une porte de sortie à l'ensemble des autres investisseurs et à leur faire partager la prime de contrôle. L'offre publique obligatoire n'a pas été introduite d'un seul mouvement en droit boursier français, au contraire, elle est le fruit d'un long mouvement. Ce mouvement débute

---

<sup>1977</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noël Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec, n°161 et suivants ; Frédéric Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec, n°1024.

<sup>1978</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noël Dompé, *Ibid.*

<sup>1979</sup> D. Kershaw, *Company Law in Context, Text and Materials*, Oxford University Press, 2010, p.55.

<sup>1980</sup> Jean-Michel Darrois et Marie-Noël Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec, n°162

<sup>1981</sup> Olivier Douvreur, Offres publiques : typologies et caractères, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°634 et suivants ; Jean-Pierre Martel et Alexis Marraud des Grottes, Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°617 et suivants.

<sup>1982</sup> Supra n°426.

de manière informelle lorsque les autorités boursières, dans les années 1970, obligent certains acquéreurs de blocs de contrôle de maintenir le cours pour permettre aux minoritaires de vendre leurs titres à un prix intégrant la prime de contrôle<sup>1983</sup>. Il s'agit cependant d'un édifice précaire dénué de règles formelles. En 1973, le régulateur met en place un corpus de règles pour réglementer les négociations de blocs de contrôle<sup>1984</sup>. Il s'agissait ni plus ni moins d'une procédure impérative de maintien du cours de bourse, le régulateur se fondant explicitement sur le principe de l'égalité des actionnaires pour justifier sa mise en place<sup>1985</sup>. Cette réforme fût critiquée par la doctrine étant donné qu'elle portait atteinte au droit des contrats et des sociétés sans fondement légal<sup>1986</sup>. La théorie de la fragilité du fondement juridique de cette obligation se trouve couronnée en 1991 lorsque le régulateur se voit désavouer par la Cour de Paris, puis la Cour de Cassation<sup>1987</sup>. Le législateur intervient alors pour imposer cette procédure<sup>1988</sup> et fait naître la procédure dite de garantie de cours. « *Le principe demeure, inchangé : l'acquisition d'une ou de plusieurs personnes déterminées, d'un bloc de contrôle engage son auteur à acheter en bourse, sur une période minimale de quinze séances de bourse, « toutes les quantités de titres qui lui seront présentées au cours ou au prix » de la cession du bloc* »<sup>1989</sup>. Le cours doit en principe être équivalent au prix retenu pour la cession du bloc de contrôle, et ainsi comprendre la prime de contrôle. Le fait générateur de la garantie est l'obtention du contrôle de droit, c'est-à-dire la majorité des droits de vote, par l'acquéreur du bloc de contrôle.

**658.** L'offre publique obligatoire apparût aussi en 1989 et n'a pas cessé d'être réformée depuis<sup>1990</sup>. « *Le dépôt d'une offre publique s'impose, sans alternative et sous la menace de sanctions, à toute personne venant à franchir certains seuils financiers ou politiques sensibles à l'intérieur de la société cible. L'objectif, compréhensible et clairement affirmé, consiste à compléter la protection offerte aux minoritaires en leur assurant un*

---

<sup>1983</sup> Pietrancosta, *Ibid*, n°1547.

<sup>1984</sup> Décision Générale de la Commission des Opérations de Bourse du 27 février 1973. Le rapport de la COB pour 1973, précise en page 151 : « *Dans les cas où la cession d'un bloc de contrôle s'opère dans des conditions que ne la soumettent pas aux dispositions du règlement général de la compagnie des agents de change, les personnes parties à cette cession doivent faire en sorte que l'égalité de traitement entre tous les actionnaires soit respectée et, en tant que de besoin, appliquer au profit des actionnaires minoritaires la procédure des offres publiques ou la procédure spéciale des négociations de blocs de contrôle* ».

<sup>1985</sup> Pietrancosta, *Ibid*.

<sup>1986</sup> Pietrancosta, *Ibid*.

<sup>1987</sup> *Ibid*. Cass. Com., 17 décembre 1991 : « *aucune disposition de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales n'impose à l'acquéreur du contrôle d'une société par l'une des techniques prévues par ce texte, en particulier une augmentation de capital, d'acquérir les titres des actionnaires qui le demandent et que la décision générale de la COB en date du 27 février 1973 [...] n'y pouvait déroger* ».

<sup>1988</sup> Article 15 de la Loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.

<sup>1989</sup> Pietrancosta, *Ibid*, n°1549.

<sup>1990</sup> *Ibid*, n°1557 et suivants.

*traitement équitable au cas où le contrôle social, de droit ou de fait, changerait de mains par suite, non plus, comme précédemment, d'une acquisition d'un bloc contrôlaire auprès d'actionnaires déterminés, mais d'un « ramassage » de titres en bourse, c'est-à-dire d'achats multiples et successifs sur le marché* »<sup>1991</sup>. Nous l'avons vu, depuis les réformes récentes, aujourd'hui l'offre publique obligatoire s'applique à tous les actionnaires dépassant les 30% du capital ou des droits de vote de la société<sup>1992</sup>. L'investisseur se trouvant dans la position de devoir lancer une offre publique pourra aussi, comme nous l'avons précédemment démontré, bénéficier de dérogations. Ce mécanisme de l'offre publique obligatoire entraîna de nombreux débats sur la garantie de cours<sup>1993</sup>, cette dernière disparaissant lors de la transposition de la directive OPA<sup>1994</sup>. Le nouveau dispositif impose de lourdes contraintes mais fait triompher l'égalité des actionnaires<sup>1995</sup>. La protection des actionnaires minoritaires est, à l'heure actuelle, assurée uniquement par l'offre publique obligatoire, ce mécanisme étant imposé par le législateur européen qui s'est aussi emparé du principe d'égalité<sup>1996</sup>. Ceci étant, on peine toujours à lui trouver un fondement juridique incontestable, même si celui de la « permanence du contrat d'investissement » semble pouvoir apporter un fondement valable<sup>1997</sup>. L'offre publique obligatoire protégerait le contrat d'investissement suite à une modification substantielle de ce dernier.

**659.** Cette égalité des actionnaires se traduit, à travers le mécanisme de l'offre publique obligatoire, notamment par l'obligation de lancer cette offre à un prix équitable. *« Est considéré comme le prix équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période, (...) de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre (...) »*<sup>1998</sup>. La transposition de la directive par le législateur français oblige l'initiateur à proposer un prix qui *« doit être au*

---

<sup>1991</sup> *Ibid*, n°1550.

<sup>1992</sup> *Supra* n°426.

<sup>1993</sup> Pietrancosta, *Ibid*, n°1557.

<sup>1994</sup> *Supra* n°426 et suivants.

<sup>1995</sup> Pietrancosta, *Ibid*, n°1561 : *« L'objectif est donc atteint. Des règles d'une validité reconnue assurent à tous les titulaires d'actions et de valeurs donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société cotée, le droit de vendre leurs titres à la ou les personnes qui viendrait à y détenir une position dominante, envisagée comme contrôlaire. La protection financière de ces « minoritaires » en sort renforcée, au prix d'une lourde contrainte supplémentaire pour les contrôleaires. En plus d'échapper à toute clandestinité, une prise de contrôle ne peut plus, en principe, s'opérer sans que l'entier prix en soit déboursé et réparti équitablement entre les participants à la société visée »*.

<sup>1996</sup> Ce principe est un principe directeur des offres publiques au niveau européen. Considérant 9 et Article 5 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>1997</sup> Pietrancosta, *Ibid*, n°1562.

<sup>1998</sup> Article 5.1 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition. France Drummond, Yves Schmidt et Bruno Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°733.

*moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre, (...), sur une période de douze mois précédant le dépôt de l'offre »*<sup>1999</sup>. La transposition paraît donc plus sévère que la directive européenne<sup>2000</sup>. Cette réglementation sur le prix, inspirée du régime du *Takeover Panel*<sup>2001</sup>, traduit parfaitement le souci d'égalité des actionnaires. Cette atteinte à la liberté contractuelle sur la fixation du prix, traduit le souci de faire partager aux actionnaires minoritaires la prime de contrôle déboursée par l'investisseur. L'offre publique obligatoire et cette réglementation du prix sont la meilleure traduction du principe de l'égalité entre les investisseurs.

## **2. Egalité et diversité des actionnaires.**

**660.** Ce principe d'égalité doit faire face à une évolution profonde des marchés financiers qui ne ressemblent pas forcément à ceux des années 1970. Cette évolution a notamment vu une pluralité de comportements se déployer au sein de ces marchés (a). La diversité de l'actionnariat, traduite dans la nouvelle *summa divisio* précédemment exposée, vient rentrer en pleine contradiction avec le principe de l'égalité des actionnaires lors des offres publiques. Ces constatations nous conduisent à nous interroger sur la pertinence du maintien en vigueur du principe de l'égalité des actionnaires (b).

### **a. L'évolution en profondeur des marchés financiers.**

**661. Les évolutions structurelles des marchés financiers.** Les marchés financiers ont subi de très fortes évolutions depuis l'apparition du droit des marchés financiers, et la Place de Paris ne ressemble que très peu à celle alors en œuvre, notamment au milieu des années 1980. Cela amène même certains auteurs à s'interroger sur la viabilité de cette Place et

---

<sup>1999</sup> Article L.433-3-I alinéa 2 C. Mon. Fin.

<sup>2000</sup> France Drummond, Yves Schmidt et Bruno Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°803.

<sup>2001</sup> Rule 9.5.a of the Takeover Code Consideration to be offered "*Une offre faite sous le régime de la An Rule 9 doit, dans le respect de chaque classe d'actions impliquées, être en cash ou être accompagnée par une alternative en cash qui ne soit pas inférieure au plus haut prix payé par l'initiateur ou toute personne agissant de concert avec lui ayant quelque intérêt dans les actions pendant les 12 mois précédents l'annonce de l'offre*".

donc du droit des marchés financiers français<sup>2002</sup>. Le droit des offres publiques a lui aussi été le terrain des nombreux soubresauts liés à ces évolutions<sup>2003</sup>. Les auteurs distinguent quatre facteurs qui ont entraîné une profonde mutation des marchés financiers<sup>2004</sup>. La première évolution majeure a été l'explosion des liquidités sur le marché actions<sup>2005</sup>. Cela entraîne des variations plus radicales et importantes au capital des sociétés cotées. Cet accroissement de la liquidité s'est effectué en parallèle avec un décloisonnement des marchés financiers et une ouverture internationale. Le marché actions s'est ouvert aux capitaux étrangers alors qu'il était précédemment principalement français. Cette évolution est due à la fois à des causes techniques, comme l'apparition de l'informatique, et à une évolution de la réglementation favorable à des échanges croissants des capitaux. Cela s'accompagne de l'apparition de nombreux investisseurs nouveaux comme les fonds souverains et d'une facilitation des offres publiques, notamment transnationales<sup>2006</sup>. Cette apparition de nouveaux actionnaires se traduit dans la troisième évolution qui est l'apparition et le développement important des *hedge funds*. Ces fonds influent fortement sur les marchés financiers en fournissant parfois un catalyseur pour orienter la stratégie des dirigeants des sociétés. La quatrième évolution majeure relevée par les auteurs est le développement des produits dérivés qui conduisent à créer des passerelles entre les marchés actions et ceux de produits dérivés qui leur sont liés. Ces marchés permettent une diversification croissante de l'actionnariat mais ne sont pas sans poser de nombreuses questions en terme de transparence. Ces évolutions ont bien entendu eu des effets sur les offres publiques, la fragmentation de l'actionnariat en étant probablement la traduction la plus manifeste et la plus visible.

**662.** La question à l'heure actuelle est de savoir si nous sommes à l'aube d'une nouvelle évolution qui serait fortement marquée par les différentes crises financières de ces dernières années, que ce soit celles des *subprimes* (2008) ou celle, plus récente, des dettes souveraines (2011). Il semble peu probable que des évolutions radicales apparaissent dans les années futures, un nouveau cloisonnement des marchés financiers apparaît assez hypothétique. Il n'est cependant pas à exclure que des modifications en profondeur des comportements des investisseurs apparaissent. Elles ne sont d'ailleurs par forcément

---

<sup>2002</sup> Hubert de Vauplane, Quel avenir pour le droit des marchés financiers ?, Bull. Joly Bourse, 2012, p.663.

<sup>2003</sup> Laurent Faugérolas, Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA, Bull. Joly Bourse, 2012, p.538.

<sup>2004</sup> Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, Le marché et les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°1041.

<sup>2005</sup> Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, *Ibid*, n°1042 : « les volumes d'actions échangés annuellement sur le marché parisien sont passés de 100 Mds € à environ 1800Mds€ entre 1990 et 2008, soit une progression nettement supérieure à l'accroissement en valeur des marchés sur la même période ».

<sup>2006</sup> The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, Final Report, Juillet 2012, n°1.18.

perceptibles immédiatement. On peut supposer que le développement du mouvement dit de *stewardship* serait la première manifestation de ce mouvement.

**663.** Cette évolution des marchés financiers se traduit aussi par l'accroissement de la diversité des marchés. On peut même se demander si l'on n'assiste pas à la création de sous-marchés aux comportements spécifiques pour chaque acteur. « *La rationalité économique prêtée au marché revêt en réalité des formes multiples et les décisions d'investissement individuelles s'inscrivent toujours dans un jeu de contraintes et d'incitations qui est propre à chaque investisseur, qu'il soit fonds d'arbitrage ou actionnaire particulier, société de gestion indépendante ou division d'asset management d'une grande institution financière, holding d'investissement familial ou fonds indiciel* »<sup>2007</sup>. Au sein de la structure des marchés réglementés, il y aurait ainsi la création de marchés spécifiques propres à chaque type d'investisseurs. Ce constat rejoint celui d'une augmentation de la diversité de l'actionariat et d'une plus grande ouverture à l'international des marchés de capitaux. Cette évolution est d'importance car elle tend à démontrer qu'une approche globale du marché actions serait économiquement erronée. Une approche plus réaliste serait de prendre en considération chaque comportement au sein du marché actions, comportement étant capable de créer un sous-marché à lui-même. Une telle évolution, nous le verrons, vient mettre à mal toute approche unique de la notion d'actionnaire. Ce dernier devrait dès lors être apprécié, et régulé, dans la diversité de ses comportements et non sur un modèle reposant sur un actionnaire qui aurait une unicité de comportement. L'actionnaire n'est pas unique et toutes les stratégies actionnariales ne sont pas semblables.

**664. Les évolutions dans les comportements.** L'évolution des marchés financiers ne s'est pas faite uniquement dans la structure du marché mais aussi dans les comportements. En cela, le constat dressé par le *Kay Review* outre-manche est extrêmement intéressant<sup>2008</sup>. Ce bouleversement de la structure des marchés financiers s'accompagne notamment d'une diminution de la responsabilité des sociétés vis-à-vis des actionnaires<sup>2009</sup>, étant aussi donné que ces derniers sont moins familiers des sociétés dans lesquelles ils investissent<sup>2010</sup>. Comme nous l'avons déjà relevé, l'une des évolutions la plus remarquable tient à la structure de

---

<sup>2007</sup> Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, *Ibid*, n°1038.

<sup>2008</sup> The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, Final Report, Juillet 2012. Ce rapport est disponible au lien suivant : [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/31685/12-631-kay-review-of-equity-markets-interim-report.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31685/12-631-kay-review-of-equity-markets-interim-report.pdf) (consulté le 29 mars 2012).

<sup>2009</sup> Kay review, 1.28.

<sup>2010</sup> Kay review, 2.2.

l'actionnariat, et notamment au développement de la gestion d'actifs<sup>2011</sup>. Cette évolution ayant pour conséquence directe un changement majeur : le détenteur juridique et économique de l'action n'est plus forcément la même personne. Une plus grande implication des actionnaires dans le contrôle de la politique mise en place par la société apparaît clairement souhaitable<sup>2012</sup>. Une évolution majeure des marchés financiers a ainsi été la multiplication des informations qui pousse à une vision d'investissement à court-terme. Les auteurs du rapport proposent donc la suppression des publications de résultats trimestrielles<sup>2013</sup>. Enfin, ils relèvent que les rémunérations des acteurs devraient plus prendre en compte les conséquences à long terme de leurs actions, notamment pour les gérants d'actifs<sup>2014</sup>. L'ensemble de ces constats et de ces propositions de réforme traduisent une profonde modification des marchés financiers au cours des dernières décennies. Les forces à l'œuvre ont permis un fort développement de ces marchés mais ont aussi neutralisé certains effets positifs précédemment présents qu'il s'agit maintenant de réintroduire.

**665.** Le point principal relevé par ce rapport est le déclin de la confiance entre les différents acteurs des marchés financiers<sup>2015</sup>. Les investisseurs n'ont plus une confiance absolue dans les gérants de leurs actifs ce qui vient imposer de nouveaux contrôles sur ces derniers. Cette érosion de la confiance entre les différents acteurs trouve son origine dans l'intermédiation des transactions et le déclin des relations *intuitu personae* entre les investisseurs et les sociétés<sup>2016</sup>. Il devient donc fondamental que l'ensemble des parties, dirigeants et gérants d'actifs notamment, suivent des bonnes pratiques en matière de gouvernement d'entreprise afin de rétablir cette confiance.

**666.** Ces développements démontrent avec force que les marchés financiers ont radicalement changé en quelques décennies. Au-delà des discours sur la place de la finance, force est de constater que cette industrie a effectué une mutation très importante. Dès lors, les règles d'interprétation en vigueur dans les années 1980 apparaissent profondément dépassées à l'heure actuelle. Nous avons vu à travers la notion d'égalité que le droit boursier ne découle pas toujours du développement de principes juridiques mais plutôt d'une nécessité d'ordre public de réguler une évolution économique. Une telle évolution de la finance doit donc

---

<sup>2011</sup> Kay review, 3.1.

<sup>2012</sup> Kay review, 7.1 et suivants.

<sup>2013</sup> Kay review, 7.16.

<sup>2014</sup> Kay review, 11.1 et suivants.

<sup>2015</sup> Kay review, 3.9.

<sup>2016</sup> Kay review, 6.1.

nécessairement conduire à une interrogation sur l'état de la réglementation et la pertinence de certaines de ses règles par rapport aux objectifs poursuivis.

#### b. La remise en cause de l'égalité des actionnaires ?

**667. Une protection trop générale.** « *En pratique, la diversité des intérêts en présence et leur caractère fluctuant donnent à chaque situation une dynamique propre* »<sup>2017</sup>. Ces auteurs synthétisent parfaitement le mouvement de dispersion de l'actionnariat à l'œuvre dans les offres publiques et ses conséquences. Il existe bel et bien une réelle diversité dans l'actionnariat qui était moins présente dans les années 1980. A cette époque l'actionnariat était principalement composé d'actionnaires individuels, ce mouvement s'amplifiant avec les vagues de privatisations dans les années 1990. Si la gestion d'actifs existait déjà elle n'avait pas l'importance qu'elle a actuellement et l'actionnariat particulier était beaucoup plus présent et développé. Il était en cela aidé par le législateur. Les mutations précédemment décrites ont entraîné de profonds changements. Cette profonde mutation de l'actionnariat se traduit dans la nouvelle *summa divisio* proposée par le Professeur François-Xavier Lucas et dont nous avons vu qu'elle était applicable aux offres publiques. L'actionnariat est multiple et avec des comportements extrêmement différents. Le spectre actionnarial va de l'actionnariat salarié (fortement attaché à l'entreprise), au fonds de pension (ayant une vision à long-terme de son investissement) aux actionnaires pratiquant l'arbitrage financier.

**668.** Une question est dès lors de savoir si le principe de l'égalité des actionnaires doit s'étendre à l'ensemble des investisseurs présents au capital de la société. Autrement dit, l'ensemble des actionnaires sont-ils légitimes à bénéficier du même degré de protection par le droit des offres publiques ? A l'heure actuelle la réponse apparaît comme étant positive étant donné que l'actionnaire est défini comme étant celui qui détient les titres. La question est donc de se demander si ce critère doit seul permettre de bénéficier de la protection offerte par le principe d'égalité. La diversité des pratiques actionnariales, de l'investissement des actionnaires dans le contrôle des dirigeants et dans l'appréciation des mérites de l'offre pourrait conduire à autoriser des traitements différents en fonction des stratégies actionnariales déployées. S'il apparaissait pertinent d'offrir une protection égalitaire pour les actionnaires minoritaires à l'époque où ces derniers étaient principalement des petits

---

<sup>2017</sup> Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, *Ibid*, n°1039.

épargnants, la question est de savoir si ce principe fait toujours sens avec des investisseurs qui ne prêtent que peu d'attention à la société dans laquelle ils investissent.

**669. Un abus dans cette protection.** Si on pousse le questionnement plus loin on peut se demander si certains actionnaires ne profitent pas abusivement de la protection offerte par le principe d'égalité des actionnaires pendant les offres publiques. Cette égalité ne demande que la simple détention des titres comme critère d'application dès lors l'intégralité des actionnaires en profitent. L'ensemble des actionnaires n'apportera pas la même attention à l'offre qui leur est faite ; certains, nous l'avons vu, ne s'intéresseront à l'offre que pour réaliser une plus-value. Ces actionnaires seront des investisseurs professionnels qui auront toujours une certaine confiance dans les marchés actions, contrairement aux petits investisseurs qui pourraient perdre confiance en l'absence de totale égalité avec les majoritaires. Ce principe vise aussi à faire partager la prime de contrôle à l'intégralité des actionnaires présents au capital. Cependant, ces actionnaires ne seront généralement présents au capital que depuis peu. Il apparaît donc peu pertinent qu'ils jouissent d'un principe en partie destiné à étendre la prime de contrôle aux actionnaires présents depuis plusieurs mois au capital et qui ont subi le risque économique attaché à leur participation. Ces actionnaires, notamment ceux pratiquant l'arbitrage, ne semblent pas être ceux pour qui le principe d'égalité des actionnaires a été introduit en droit français, mais ce sont ceux qui en profiteront le plus étant donné qu'il leur permettra de mener à bien leurs stratégies d'arbitrage. Il y a donc une certaine forme d'usage abusif de ce principe par des actionnaires qui en profitent sans qu'il leur soit réellement destiné.

**670.** Il faudrait dégager un critère permettant de clairement identifier les actionnaires qui abuseraient de cette protection si on veut corriger la chose. Or, c'est principalement à ce niveau que le bât blesse. Nous avons précédemment démontré que le critère temporel ne paraît pas pertinent. Il apparaîtrait aussi possible de se fonder sur la nouvelle summa divisio entre actionnaires et bailleurs de fonds, cependant ici aussi aucun critère juridique a priori permet d'exclure les bailleurs de fonds du débat. Il faudrait sonder les cœurs des actionnaires a priori.

**671.** La question n'est donc pas forcément de se demander si les actionnaires doivent être exclus à certains moments de certaines décisions touchant à la vie sociale. La question de

fond est : qu'est ce qu'un actionnaire dans les offres publiques ?<sup>2018</sup> Ou plutôt : est-ce que l'actionnaire est totalement libre de faire ce qu'il souhaite, n'a-t-il pas au contraire certains devoirs en tant qu'actionnaire ? Cette approche nous conduit à envisager des règles globales qui pourraient venir régler le problème par le haut, non en excluant mais en obligeant tous les actionnaires à se comporter selon un standard minimum.

## **§2. Les évolutions pour refonder le droit des offres publiques.**

672. L'action des arbitragistes lors des offres publiques a été grandement facilitée par les évolutions législatives de ces dernières années. Ces évolutions concernent tout particulièrement les offres hostiles. Cependant, elles ne prenaient pas en compte les comportements que nous venons de décrire. Elles apparaissent aujourd'hui remises en cause par ces mêmes comportements étant donné qu'elles ne semblent plus répondre à un objectif d'équilibre. En premier lieu, la transposition de la directive européenne de 2004 est venue fortement réduire la marge de manœuvre des dirigeants pour défendre la société contre une offre jugée hostile (A). Les propositions faites pour neutraliser l'influence de l'arbitrage financier pendant l'offre ne nous paraissent pas non plus satisfaisantes (B).

### **A. La place des dirigeants dans les offres publiques.**

673. Le rôle des dirigeants lors des offres publiques a été fortement impacté par la directive de 2004 et sa transposition en droit français, cette dernière venant poser une obligation de neutralité des dirigeants pendant l'offre (1). On peut estimer qu'une évolution de cette disposition est souhaitable tant il apparaît discutable de lier totalement les mains des dirigeants face à une offre hostile et devant l'imparfaite rédaction des dispositions actuellement en vigueur (2).

---

<sup>2018</sup> Entretien en date du 7 février 2013 avec Pierre Servan-Schreiber, Avocat aux barreaux de Paris et de New-York, Ancien membre du Conseil de l'Ordre de Paris, Avocat associé, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP.

## 1. Les défenses anti-OPA depuis la Directive concernant les offres publiques d'acquisition du 21 avril 2004.

674. La directive de 2004<sup>2019</sup> est venue poser comme règle générale un devoir de neutralité des dirigeants pendant l'offre publique (a), elle aménage néanmoins, tout comme le législateur français, quelques exceptions de bon sens (b).

### a. L'obligation de neutralité des dirigeants.

675. La *ratio legis*<sup>2020</sup>. L'obligation de neutralité des dirigeants n'est pas une nouveauté issue de la directive européenne. Elle est directement inspirée de la législation anglaise en la matière. Au départ, aucune réglementation spécifique ne visait les offres publiques visant les sociétés cotées à la City de Londres. Les deux parties, ou l'initiateur en cas d'offre hostile, avaient toute latitude pour structurer leur offre de la manière qui leur était la plus bénéfique. Ils n'étaient soumis à aucune réglementation, sinon de droit commun<sup>2021</sup>. L'absence de règles conduisait, dans les années 1950, à d'intenses batailles boursières. Au cours de ces dernières, notamment celle visant *Savoy* et *Brisith Aluminium*, les dirigeants des sociétés cibles usèrent de mesures de défense visant à faire échouer l'offre sans que les actionnaires ne puissent se prononcer sur cette dernière. Dans l'offre visant la société *Savoy*, la mesure de défense rendit l'offre caduque, en transférant le contrôle du principal actif à une structure *ad hoc*, et provoqua la fureur des actionnaires<sup>2022</sup>. Suite à ces polémiques, la *Bank of England*<sup>2023</sup> demanda à la City de s'organiser pour réguler les offres publiques d'acquisitions, excluant, avec le consentement du Premier Ministre, une réglementation trop rigide<sup>2024</sup>. Le *Takeover Code* vit le jour en mars 1968. Les mesures de défense adoptées par les dirigeants

---

<sup>2019</sup> Alain Pietrancosta, Directive Européenne, RD bancaire et fin., 2004, n°5, n°222, p.338 ; Frédéric Peltier et Frank Martin Laprade, Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée, Bull. Joly Bourse, 2004, n°5, p.610.

<sup>2020</sup> Actes de la conférence organisée par le cabinet Herbert Smith (Paris) le 14 septembre 2006 sur le thème de « La transposition en France de la Directive européenne sur les OPA », RTDF, 2006, n°3, p.93.

<sup>2021</sup> D. Kershaw, Company law in context, Text and Materials, Oxford University Press, 2010, p.16: [http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199215942/resources/chapters/Web\\_Chapter\\_A.pdf](http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199215942/resources/chapters/Web_Chapter_A.pdf). Lien consulté 29 janvier 2013.

<sup>2022</sup> J Armour and S. Skeel, Who writes the rules for hostile takeovers and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation (2007) 95 Geo. L. J., 1727.

<sup>2023</sup> Cette Banque Centrale était à l'époque en charge du contrôle des établissements bancaires et plus largement de la City.

<sup>2024</sup> J Armour and S. Skeel, *Ibid.*

des sociétés cibles, sans l'aval de leurs actionnaires, et les dommages causés à ces derniers sont ainsi directement à l'origine du *Takeover Code*. Ce dernier<sup>2025</sup> pose un principe général de neutralité des dirigeants<sup>2026</sup>, ces derniers pouvant avoir du mal à distinguer leurs intérêts propres et ceux de la société<sup>2027</sup>, et indique que les actionnaires doivent être consultés avant toute décision pouvant être de nature à empêcher ces derniers de « *se prononcer sur les mérites de l'offre* »<sup>2028</sup>. De manière intéressante, le *Takeover Code* liste aussi une série de mesures nécessitant l'approbation des actionnaires pour être mises en œuvre<sup>2029</sup> et comprend aussi des dérogations qui, dans des circonstances particulières clairement énumérées, peuvent être accordées par le *Takeover Panel*<sup>2030</sup>. Cette limitation des mesures de défense est donc d'origine anglaise et vise à s'assurer que seuls les actionnaires décideront du destin de l'offre.

**676.** Sur un plan théorique, cette obligation de neutralité des dirigeants se fonde sur le soupçon de conflit d'intérêt qui pèse sur les dirigeants. Ces derniers sont suspectés d'avoir plus intérêt à ce que la société conserve son indépendance plutôt à ce qu'une offre hostile réussisse, même si elle est bénéfique à la société. Dès lors, et même si cette opinion n'est pas

---

<sup>2025</sup> D. Kershaw, *Company law in context, Text and Materials*, Oxford University Press, 2010, p.114: [http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199215942/resources/chapters/Web\\_Chapter\\_A.pdf](http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199215942/resources/chapters/Web_Chapter_A.pdf). Lien consulté 29 janvier 2013.

<sup>2026</sup> General Principle 3 of the *Takeover Code*: “*Le conseil d'administration d'une société cible doit agir dans le respect des intérêts de la société dans son ensemble et ne doit pas priver les détenteurs de titres de l'opportunité de se prononcer sur les mérites de l'offre*”.

<sup>2027</sup> Il s'agit de la *ratio legis* même de ce principe, clairement exprimée par le *Takeover Panel*: « *Il n'est pas toujours facile pour les dirigeants de la société cible de distinguer son propre intérêt de celui de ses actionnaires ; cela est potentiellement dommageable dans des circonstances où les deux ne correspondent pas nécessairement* ” (The *Takeover Panel*, B.A.T Industries p.l.c, 1989/20).

<sup>2028</sup> Rule 21.1 (a) of the *Takeover Code*: “*Pendant le déroulé d'une offre, ou même avant la date de l'offre si le conseil d'administration de la société cible a des raisons de penser qu'une offre de bonne foi peut être imminente, le conseil d'administration en doit pas, sans l'approbation des actionnaires en assemblée générale : (a) prendre toute action qui pourrait venir frustrer une offre ou une possible offre de bonne foi ou de priver les actionnaires de se prononcer sur ses mérites ; ou (...)*”.

<sup>2029</sup> Rule 21.1(b) of the *Takeover Code*: “(i) *l'émission d'actions ou le transfert ou la vente, ou l'accord de transfert ou de vente, de toute actions sortant des comptes;*  
(ii) *l'émission d'options pour des actions non encore émises;*  
(iii) *la création ou l'émission, ou la permission de créer ou d'émettre, tout titre financier important des droits de conversion dans ou pour la souscription d'actions;*  
(iv) *la vente, la disposition ou la capacité à acquérir, ou l'accord pour vendre, disposer ou acquérir, des actions pour un montant matériel ; ou*  
(v) *entrer dans des contrats autrement que selon les méthodes traditionnelles des affaires.*

*Le Panel doit être consulté en avance s'il y a un doute quelconque sur le fait qu'un acte propose puisse tomber sous l'empire de cette réglementation. La convocation de toute assemblée générale des actionnaires doit inclure l'information concernant l'offre ou l'offre anticipée”.*

<sup>2030</sup> Rule 21.1 of the *Takeover Code*: “(…)Si l'on estime que :

(A) *l'action propose est la poursuite d'un contrat formé précédemment ou de doute obligation pré-existante; ou*  
(B) *une décision de faire l'acquisition propose qui a été prise avant le début de la période d'offre qui:*  
(i) *a été en partie ou pleinement mise en oeuvre avant le début de cette période ; ou*  
(ii) *n'a pas été partiellement ou pleinement mise en oeuvre avant le début de cette période mais est dans le déroulé normal des affaires de la société, le Panel doit être consulté et son consentement obtenu avant de réunir l'assemblée générale”.*

partagée dans l'ensemble des juridictions<sup>2031</sup>, c'est bien elle qui guide cette règle de neutralité posée par la directive et introduite en droit français. Elle peut d'ailleurs apparaître en contradiction avec l'ensemble des progrès de la *corporate governance* de ces dernières années<sup>2032</sup>. L'analyse anglaise a été reprise dans la préparation de la directive européenne et placée en pierre angulaire de cette dernière. Dans le rapport qui a précédé l'élaboration définitive de la directive<sup>2033</sup>, les experts plaçaient ce principe au rang de « *principe directeur* », il relevait ainsi que « *la décision finale doit incomber aux actionnaires* »<sup>2034</sup>. Ce groupe d'experts de haut niveau explique cette pierre angulaire de manière particulièrement rapide dans son rapport, surtout quand on connaît le haut degré de passion politique entourant une telle question<sup>2035</sup>. Il commence ainsi par indiquer que les actionnaires doivent être libres de se prononcer sur l'offre<sup>2036</sup> et que ceci est essentiel au bon fonctionnement des marchés financiers<sup>2037</sup>. Le conseil d'administration de la société cible ne doit donc pas pouvoir empêcher les actionnaires de répondre à une offre<sup>2038</sup>. Même si le groupe d'experts de haut niveau estime que ces défenses peuvent avoir des effets positifs<sup>2039</sup>, ils relèvent que cela ne peut permettre de justifier leur mise en œuvre par les seuls dirigeants, surtout que ceux-ci sont en position de conflit d'intérêts<sup>2040</sup>. L'assemblée générale des actionnaires donne alors la

---

<sup>2031</sup> Ainsi, aux Etats-Unis, et plus particulièrement au Delaware, les mesures de défense peuvent être mises en œuvre sans l'autorisation préalable des actionnaires. *Infra* n°695.

<sup>2032</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5.

<sup>2033</sup> Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, 10 janvier 2002. L'ensemble des travaux sont disponibles sur le site internet de la Commission Européenne : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_fr.htm). Lien consulté le 29 janvier 2013.

<sup>2034</sup> *Ibid*, p.21.

<sup>2035</sup> Actes de la conférence organisée par le cabinet Herbert Smith (Paris) le 14 septembre 2006 sur le thème de « La transposition en France de la Directive européenne sur les OPA », RTDF, 2006, n°3.

<sup>2036</sup> *Ibid*, « *Ceux-ci doivent toujours être libre de proposer, ou non, leurs actions, au prix qui leur convient* ».

<sup>2037</sup> *Ibid*, En parlant du principe de libre négociabilité des actions des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, le rapport relève : « *Sa reconnaissance générale est une condition sine qua non du développement optimal des marchés des valeurs mobilières et, partant, de la capacité de financement des entreprises européennes* ».

<sup>2038</sup> *Ibid*, « *Il n'appartient pas au conseil d'administration d'une société de décider de l'issue d'une OPA sur les actions de cette société. Le conseil ne doit pas pouvoir contrer ou empêcher une OPA et priver ainsi les actionnaires de cette occasion de négocier leurs titres* » et « *Il n'en reste pas moins que le choix définitif de l'une des offres concurrentes doit revenir aux actionnaires. Le conseil d'administration ne doit pas favoriser un offrant en particulier, par exemple en émettant des actions à son intention* ».

<sup>2039</sup> *Ibid*, « *Même si la résistante du conseil d'administration à une OPA peut parfois contribuer à réaliser les objectifs précités, ce qui n'est pas toujours évident, tout système conférant à ce conseil le pouvoir discrétionnaire d'empêcher ou de faciliter une OPA comporte inévitablement des coûts et des risques inacceptables* ».

<sup>2040</sup> *Ibid*, « *Les mécanismes défensifs sont souvent coûteux en soit et ils privent l'offrant de la possibilité de créer de la richesse en exploitant les éventuelles synergies si son offre aboutit. Surtout, les dirigeants d'une société font face à un sérieux conflit d'intérêts en cas d'OPA. Souvent, la qualité de leur travail et leurs projets sont remis en question, et leur emploi menacé. Leur intérêt consiste donc davantage à conserver leur poste et à*

légitimité nécessaire à ces mesures<sup>2041</sup>. On ne pourra que regretter que des travaux plus poussés n'aient pas été réalisés. On peut ainsi se demander si une neutralisation générale de ces mesures est vraiment souhaitable et si les conflits d'intérêts suspectés existent vraiment. Il faut constater que l'extension de cette neutralisation au niveau européen est fondée sur un à priori idéologique qui n'a pas été étudié en pratique. Le rapport ne mentionne aucun exemple de situations dans lesquelles les dirigeants, en situation de conflit d'intérêts, auraient abusé de leurs pouvoirs uniquement pour protéger leurs positions alors qu'il aurait été dans l'intérêt de la société que l'offre réussisse. On s'étonnera aussi de l'absence d'étude plus poussée sur la question de l'éventuel effet bénéfique des mesures de défense anti-OPA dans certaines situations. Enfin, on peut relever qu'en poussant le raisonnement à son terme, il faudrait purement et simplement interdire toute mesure de défense anti-OPA<sup>2042</sup>. On est finalement assez tenté de conclure que cette solution a le mérite de la simplicité mais qu'une réflexion plus profonde sur la gouvernance des sociétés en période d'offre publique aurait dû être menée pour aboutir à un cadre européen commun sur cette question<sup>2043</sup>.

**677.** Cette obligation de passer par l'assemblée générale des actionnaires n'est cependant pas une nouveauté introduite par la directive. Ce principe était déjà présent, peut-être indirectement, en droit français<sup>2044</sup>. On peut donc estimer qu'une règle semblable existait déjà en droit français<sup>2045</sup>. L'ancienne rédaction du règlement général de l'AMF obligeait les dirigeants à soumettre à l'AMF, en période d'offre publique, les actes ne relevant pas de la gestion courante sauf s'ils avaient été approuvés par l'assemblée générale des actionnaires<sup>2046</sup>. La jurisprudence de cette autorité a d'ailleurs toujours été dans ce sens, le régulateur a souhaité donner toute sa place aux actionnaires pour décider de l'issue de l'offre. Elle a commencé par énoncer que les dirigeants de la société cible ne doivent pas faire des actes de

---

*préserver leur réputation qu'à maximiser la valeur de la société au profit des actionnaires. Cet intérêt personnel risque de primer sur leur volonté de présenter les actionnaires ou les autres parties intéressées ».*

<sup>2041</sup> Actes de la conférence organisée par le cabinet Herbert Smith (Paris) le 14 septembre 2006 sur le thème de « La transposition en France de la Directive européenne sur les OPA », RTDF, 2006, n°3, p.93. François Henrot : « *Son sens profond est bien d'empêcher le management et le conseil d'utiliser des armes de défense contre une offre non sollicitée autres que la conviction des actionnaires sur le prix s'il est estimé adéquat, ou sur la monnaie dans laquelle ils sont payés si des titres sont utilisés ou enfin la recherche d'un chevalier blanc. Tout autre mesure doit faire l'objet de l'approbation explicite de l'assemblée générale* ».

<sup>2042</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1.

<sup>2043</sup> Viviane de Beaufort, Pour une bonne gouvernance en temps d'OPA, Les Echos, 22 juin 2006.

<sup>2044</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, Offres publiques d'acquisition : les mesures de défense anti-OPA, in Les offres publiques d'achat, LexisNexis Litec, n°1241.

<sup>2045</sup> Marie-Noëlle Dompé, La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres, Dr. sociétés, Novembre 2006, p.5.

<sup>2046</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, Ancien article 231-36 RGAMF.

gestion, contraires à l'intérêt social, et qui pourraient infléchir l'issue de l'offre<sup>2047</sup>. La COB posa ensuite comme principe d'être consultée avant la mise en œuvre d'une mesure de défense non approuvée par les actionnaires<sup>2048</sup>. Ce principe avait été consacré à l'occasion de l'affaire *Plavix* lors de l'OPA de Sanofi-Synthelabo sur Aventis<sup>2049</sup>. Il existait cependant un certain flou législatif étant donné que rien, dans le règlement général de l'AMF, n'empêchait les dirigeants d'adopter une mesure de défense qui relevait de leur pouvoir de gestion<sup>2050</sup>. La transposition de la directive apparaît donc comme une clarification d'une règle déjà inscrite en droit français<sup>2051</sup>.

**678. La distinction<sup>2052</sup> entre les défenses dites « à froid » et les défenses dites « à chaud »<sup>2053</sup>.** La directive européenne sur les offres publiques d'acquisition<sup>2054</sup> reprend donc le dispositif créé par le *Takeover Panel* et l'étend au niveau européen. Elle pose clairement le principe d'une limitation des pouvoirs des organes de direction de la société visée par l'offre pour empêcher ces derniers de faire échouer l'offre<sup>2055</sup>. Le texte européen pose alors tout un

---

<sup>2047</sup> Marie-Noëlle Dompé, *Ibid.* Décision générale de la COB relative aux offres d'achat et d'échange du 25 juillet 1978, JO du 13 août 1978 : « *L'intérêt des actionnaires dans leur ensemble doit consister, pendant la durée d'une offre publique, la préoccupation dominante des dirigeants des sociétés intervenantes. Ce principe implique que des actes de gestion non conformes à l'intérêt des sociétés en cause, en constituant des manœuvres ne doivent pas être accomplis en vue d'infléchir le choix des actionnaires ou de modifier la situation qui existait au lancement de l'offre* ».

<sup>2048</sup> Article 3 du Règlement n°89-03 de la Commission des Opérations de Bourse.

<sup>2049</sup> L'AMF avait alors refusé la mise en œuvre d'une mesure de défense s'apparentant à des bons d'offres car elle n'avait pas été approuvée par l'assemblée générale des actionnaires. Communiqué de l'AMF du 23 avril 2004, Revue de l'AMF, mai 2004, n°3, p.99 : « *L'Autorité réaffirme le principe selon lequel des mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet* » ; Didier Martin, Florian Bouaziz et Benjamin Kanovitch, Chronique jurisprudentielle annuelle Public M&A – Offres publiques, RTDF, 2006, n°1, p.79.

<sup>2050</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid.*

<sup>2051</sup> Sur cette question des enjeux de la transposition, on peut se reporter à la réflexion suivante : Armand W. Grumberg et Pierre Servan-Schreiber, Défenses anti-OPA – Adoption de la directive européenne sur les OPA et enjeux pour les entreprises françaises, JCP E n°44, 28 octobre 2004, p.1598.

<sup>2052</sup> Nous retiendrons comme critère de distinction entre les défenses « à froid » et « à chaud » la date de création de la mesure. Si la mesure était votée en assemblée générale, ou approuvée par le conseil d'administration, avant la période d'offre, il s'agira d'une mesure « à froid » ; si elle est votée uniquement par l'assemblée générale en cours d'offre, elle sera alors dite « à chaud ».

<sup>2053</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5 ; A. Viandier, Défense en cours d'offre : les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006, RJDA 5/2006, p.435 ; H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, Rev. Soc., n°2, p.237 ; Actes de la conférence organisée par le cabinet Herbert Smith (Paris) le 14 septembre 2006 sur le thème de « La transposition en France de la Directive européenne sur les OPA », RTDF, 2006, n°3, p.93 ; Nicolas Bombrun et Frédéric Moulin, Défenses anti-OPA : le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006, RTDF, 2006, n°1, p.19 ; Thierry Bonneau, La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, JCP G, 2006, n°17, p.837.

<sup>2054</sup> Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>2055</sup> Considérant 16 de la directive : « *Afin d'éviter des opérations susceptibles de faire échouer l'offre, il convient de limiter les pouvoirs de l'organe d'administration ou de direction de la société visée de se lancer dans des opérations de nature exceptionnelle, sans pour autant empêcher indûment ladite société de mener ses activités habituelles* ».

mécanisme de réglementation de l'action des organes de direction de la société pendant la période d'offre<sup>2056</sup>. L'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires est ainsi nécessaire avant « *toute action susceptible de faire échouer l'offre* »<sup>2057</sup> et pour confirmer « *tout décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre* »<sup>2058</sup>. Le texte autorise les Etats à prévoir des règles spéciales de convocation pour ces assemblées générales<sup>2059</sup>. Surtout, la directive donne la possibilité aux Etats de ne pas forcément appliquer cette règle<sup>2060</sup> ou d'introduire une exception de réciprocité, la règle ne s'appliquant que si le pays d'origine de l'initiateur de l'offre applique une règle semblable<sup>2061</sup>. Au moment de la transposition, il s'est donc posé la question de savoir quelle ampleur donner à ce principe en droit français. Un groupe de travail a été formé pour étudier, entre autre, cette question. Il s'est prononcé pour la transposition du principe de l'article 9 en estimant que le droit français antérieur l'imposait déjà de facto et que cette transposition améliorerait l'image du droit français auprès des investisseurs étrangers. Il estimait toutefois nécessaire de se réserver la possibilité de faire jouer l'exception de réciprocité<sup>2062</sup>. Le législateur a donc transposé ce dispositif en droit français en distinguant les mesures pouvant être mises en œuvre pendant l'offre elle-même (défense « à chaud ») et celles pouvant être mises en œuvre préalablement (défense « à froid »).

**679.** Concernant les défenses mises en œuvre pendant l'offre, les dirigeants doivent obtenir l'aval préalable des actionnaires pour pouvoir mettre en œuvre « *toute mesure dont la*

---

<sup>2056</sup> Article 9 de la directive sur les Obligations de l'organe d'administration ou de direction de la société visée.

<sup>2057</sup> Article 9(2) de la directive : « *Pendant la période visée au deuxième alinéa, l'organe d'administration ou de direction de la société visée obtient une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée* ».

<sup>2058</sup> Article 9(3) de la directive : « *En ce qui concerne les décisions qui ont été prises avant le début de la période visée au paragraphe 2, deuxième alinéa, et qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mise en œuvre, l'assemblée générale des actionnaires approuve ou confirme toute décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre* ».

<sup>2059</sup> Article 9(4) de la directive.

<sup>2060</sup> Article 12(1) « *Les Etats membres peuvent se réserver le droit de ne pas imposer aux sociétés mentionnées à l'article premier, paragraphe 1, dont le siège social se trouve sur leur territoire, d'appliquer l'article 9, paragraphe 2 et 3, et/ou l'article 11* ».

<sup>2061</sup> Article 12(3) : « *Les Etats membres peuvent, dans les conditions fixées par le droit national, exempter les sociétés qui appliquent l'article 9 [de l'appliquer] si elles deviennent l'objet d'une offre lancée par une société qui, quand à elle, n'applique pas ces mêmes articles ou par une société contrôlée directement ou indirectement par une telle société, conformément à l'article 1<sup>er</sup> de la directive 83/349/CEE* ».

<sup>2062</sup> Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisitions, Jean-François Lepetit, 27 juin 2005, p.15. Ce rapport est disponible au lien suivant : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/054000470/0000.pdf>, lien consulté le 30 janvier 2013.

*mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre*<sup>2063</sup>. La première remarque concernant ce texte est d'ordre temporel<sup>2064</sup> étant donné qu'il s'applique pendant la « période d'offre ». La délimitation de cette dernière ne semble pas poser problème<sup>2065</sup>. Cette limitation exclut la période de pré-offre, quand le projet a été annoncé mais que l'offre en elle-même n'est pas encore ouverte<sup>2066</sup>. Il y aurait alors, et contrairement à l'exemple anglais<sup>2067</sup> une période pendant laquelle l'offre serait connue et les dirigeants en capacité d'adopter des mesures de défense<sup>2068</sup>. Il apparaît cependant douteux que l'AMF laisse les dirigeants libres de mettre en œuvre toute mesure de défense anti-OPA pendant cette période et pourrait étendre son ancienne jurisprudence à la période de pré-offre pour neutraliser toute tentative dans ce sens. De la même manière, et en respectant les textes, on peut juger qu'une telle mesure, votée pendant la période de pré-offre, serait considérée comme une défense « à froid » et devrait être votée par l'assemblée générale, puis approuvée par une nouvelle assemblée en période d'offre. Il ne semble donc pas qu'une faille existe dans la législation et puisse être exploitée par les dirigeants de la société cible. Une autre question d'importance porte sur la délimitation *rationae materiae* de ce dispositif<sup>2069</sup>. Le législateur parle en effet de « mesures susceptibles de faire échouer l'offre ». La doctrine<sup>2070</sup> relève que ce mot « mesure » présente beaucoup d'attrait sauf celui de la précision juridique. Le débat est ainsi ouvert par cette même doctrine pour savoir si ce terme ne vise en fait que les actes juridiques et s'il implique une dimension positive ou non. L'interprétation inverse voudrait que cela vise n'importe quelle « mesure » de la société produisant un effet et pouvant même tenir dans une abstention. L'imprécision de cette notion, sur laquelle nous aurons l'occasion de revenir<sup>2071</sup>, est probablement le principal défaut de ce dispositif. Dès lors que ces conditions seront remplies les mesures concernées

---

<sup>2063</sup> Article L.233-32-I C. com. : « Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres ».

<sup>2064</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, Offres publiques d'acquisition : les mesures de défense anti-OPA, in Les offres publiques d'achat, LexisNexis Litec, n°1245.

<sup>2065</sup> Article 231-2-6° RGAMF : « La période de préoffre est le temps s'écoulant entre la publication faite par l'AMF en application du premier alinéa de l'article 223-34 et le début de la période d'offre ou, à défaut de dépôt d'un projet d'offre, la publication faite par l'AMF en application du dernier alinéa de l'article 223-34 ».

<sup>2066</sup> Article 231-2-6° RGAMF.

<sup>2067</sup> Les règles de neutralisation des organes de direction dans le *Takeover Code* s'appliquent dès le début de l'« offer period » : « Une période d'offre commencera lorsque la première annonce est faite d'une offre ou d'une offre possible pour une société (...) ».

<sup>2068</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid* ; A. Viandier, Défense en cours d'offre : les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006 : RJDA, 5/2006, p.435.

<sup>2069</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1246.

<sup>2070</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*.

<sup>2071</sup> *Infra* n°689.

devront recevoir le blanc seing de l'assemblée générale des actionnaires avant de pouvoir être adoptées par les organes de gestion de la société. Il s'agit là d'une dérogation majeure à l'organisation des pouvoirs au sein de la société. Ce régime vient provoquer « *une réallocation des compétences sociales décisionnelles* »<sup>2072</sup> au sein de la société visée. Les organes dirigeants « *se trouvent légalement diminués dans la possibilité d'user de leurs compétences sociales aux fins de mise en échec de l'offre* »<sup>2073</sup>, dès lors nous partageons le constat selon lequel « *L'ouverture de cet « espace sacré » actionnarial, libre d'interférences directoriales, se traduit procéduralement par une irruption de « démocratie directe », qui met à mal notre système de séparation légale des pouvoirs, dont l'arrêt « Motte » fut une auguste expression* »<sup>2074</sup>. L'assemblée générale des actionnaires devra approuver les mesures des organes de direction, venant placer ces derniers sous une forme de tutelle inédite pour donner une pleine légitimité à ces mesures. Il est important de noter que l'assemblée générale ne prendra pas elle-même la décision, elle ne fera que donner l'autorisation. Des questions se posent néanmoins sur la nature de cette assemblée générale. Le texte parle de « *l'autorisation préalable de l'assemblée générale* »<sup>2075</sup>. Aucune indication ne vient parler d'une assemblée générale ordinaire ou extraordinaire. Une partie de la doctrine estime qu'il s'agit forcément de l'assemblée générale ordinaire étant donné quelle vise à donner un blanc seing à des décisions de dirigeants, or ces derniers ne peuvent prendre de décisions relevant du domaine de l'assemblée générale extraordinaire<sup>2076</sup>. Un autre courant estime qu'il faut simplement faire application du droit commun et qu'il s'agira d'une assemblée générale ordinaire ou extraordinaire en fonction de la nature de la mesure adoptée<sup>2077</sup>. L'assemblée générale peut être tenue quinze jours après l'avis de réunion<sup>2078</sup>, contre trente jours normalement et le délai de convocation est de six jours<sup>2079</sup> alors qu'il est de 15 jours en période normale. Nous sommes aussi parfaitement d'accord avec une partie de la doctrine lorsqu'elle souligne que ces assemblées pourraient donner lieu à des affrontements sous forme de *proxy fight* entre les actionnaires défavorables aux mesures de défense et les dirigeants de la société,

---

<sup>2072</sup> Jean-François Prat et Alain Pietrancostat, Offres publiques et droit des sociétés, in Les offres publiques d'achat, LexisNexis Litec, n°305.

<sup>2073</sup> Jean-François Prat et Alain Pietrancostat, *Ibid*, n°306.

<sup>2074</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5. Sur la notion « d'espace sacré » : R.B. Thompson, D.G Smith, Toward a new theory of the Shareholder Role: "Sacred space" in corporate takeovers, Texas Law Review, Dec., 2001, 261.

<sup>2075</sup> Article L.233-32 I C. com.

<sup>2076</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1246.

<sup>2077</sup> Jean-François Prat et Alain Pietrancostat, *Ibid*, n°316 ; A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, Francis Lefebvre, 3<sup>ème</sup> édition, 2006, n°2057.

<sup>2078</sup> R.225-73 C. com.

<sup>2079</sup> R.225-69 C. com.

éventuellement soutenus par des actionnaires souhaitant que la société garde son indépendance.

**680.** L'ensemble de ce système ne doit pas faire oublier la limite fondamentale de ce dispositif qui est que l'on voit difficilement comment une société pourrait réunir une assemblée en période d'offre et faire adopter ces mesures. Réunir une telle assemblée revient ni plus ni moins à l'ériger en juge de l'offre. Si les mesures de défense sont adoptées, il n'est pas évident que les dirigeants auront à les mettre en œuvre pour préserver l'indépendance de la société. Le signal envoyé au marché sera limpide : il existe une majorité d'actionnaires opposés à l'offre. Il est fort probable que le cours de bourse plongera, indiquant que le marché ne croit pas à la réussite de l'offre. Il s'agit néanmoins d'un scénario particulièrement optimiste. En pratique, il nous semble que les sociétés seront très réticentes à s'engager dans cette voie. Réunir une telle assemblée ne vaut que si l'on est assuré d'avoir une majorité. Cette assurance sera extrêmement difficile à obtenir pendant une offre publique alors que de nombreux actionnaires auront quitté le navire ou seront fortement tentés d'apporter leurs titres à l'offre pour empocher une plus-value. D'ailleurs, si une telle majorité existe, elle serait visible et aucune offre ne serait lancée. Le risque d'échec sera alors grand pour les dirigeants de la société. Or, si cette dernière échoue en assemblée générale cela signifiera clairement que l'offre réussira. En ne réussissant pas à obtenir assez d'actionnaires pour voter les résolutions en assemblée générale, il semble illusoire de penser qu'une majorité d'entre eux refuseront d'apporter leurs titres. Convoquer une assemblée mais ne pas réussir à faire voter les mesures de défense revient à neutraliser toute tentative ultérieure de rejet de l'offre. La tâche de la société cible sera compliquée par l'hostilité des *proxy advisers* et la très probable montée au créneau d'actionnaires influents souhaitant s'opposer à toute mesure de défense. Devant ce risque, il est fort probable que les dirigeants ne prennent pas le risque de s'engager dans une telle bataille de peur d'ouvrir involontairement la voie à une réussite de l'offre à laquelle ils sont hostiles. Cette analyse est corroborée par l'absence, à notre connaissance, de décisions du *Takeover Panel* sur cette règle alors que ce dernier existe depuis 1967. On voit mal en quoi ce qui n'est pas tenté dans la City le serait sur la place de Paris. Le seul exemple, à notre connaissance, concerne la tentative par Foncière Paris France de convoquer une telle assemblée générale pour faire approuver l'émission de bons d'offre<sup>2080</sup>. On peut supposer que, pour se lancer dans un tel rapport de force, les dirigeants avaient l'assurance de détenir la

---

<sup>2080</sup> Infra n°682.

majorité. La proposition fût cependant rejetée<sup>2081</sup>, entraînant par la suite le succès de l'offre hostile. Les propositions tenaient dans le lancement d'une offre publique de rachat d'actions (il manquait 4% des voix pour obtenir la majorité qualifiée suffisante) et l'émission de bons d'offre (il manquait alors 7% des voix pour obtenir la majorité)<sup>2082</sup>.

**681.** La législation prévoit aussi un régime spécifique pour les défenses mises en place avant l'offre (défenses dites « à froid »). Un mécanisme est mis en place pour neutraliser les délégations de pouvoir qui pourraient faire échouer l'offre si elles étaient mises en œuvre et soumettre à l'approbation de l'assemblée générale toute décision des organes de gestion, prise avant l'offre, « *qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre* »<sup>2083</sup>. Le premier axe du dispositif consiste dans la suspension des délégations préalablement accordées aux dirigeants<sup>2084</sup>. Ce principe n'est pas totalement nouveau étant donné qu'une telle suspension existait déjà pour les délégations visant les augmentations de capital<sup>2085</sup>. L'avancée du nouveau texte est de ne pas se contenter de viser les seules augmentations de capital mais l'ensemble des délégations détenues par les dirigeants si elles sont susceptibles de faire échec à l'offre. On peut ainsi penser aux délégations visant à lancer un programme de rachat d'actions, défense anti-OPA classique<sup>2086</sup>. Le second axe du dispositif vise à obtenir l'aval, ou la confirmation, de l'assemblée générale des actionnaires pour les décisions prises avant l'offre et remplissant les critères ci-dessus évoqués. Cela semble d'ailleurs plus restrictif que le texte de la directive dont une interprétation restrictive permettrait de limiter cette neutralisation aux seules délégations<sup>2087</sup>. Cette neutralisation n'interviendra que si la mesure « *n'est pas partiellement*

---

<sup>2081</sup> Myriam Chauvot, Foncière Paris France se fait avaler par des assureurs, Les Echos, 29 janvier 2012.

<sup>2082</sup> Pascale Besse-Boumard, Foncières Paris France : les actionnaires rejettent tous les dispositifs anti-OPA, La Tribune, 8 décembre 2011.

<sup>2083</sup> Article L.233-32 III C. com. : « *Toute délégation d'une mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres, accordée par l'assemblée générale avant la période d'offres, est suspendue en période d'offre publique. Toute décision du conseil d'administration, du conseil de surveillance, du directoire, du directeur général ou de l'un des directeurs généraux délégués, prise avant la période d'offre, qui n'est pas totalement ou partiellement mise en œuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée générale* ».

<sup>2084</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1250.

<sup>2085</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*. Ce principe était cependant limité étant donné que l'assemblée générale extraordinaire pouvait préciser que la délégation restait effective en cas d'offre publique (Régime issue de la loi n°89-531 du 2 août 1989). La réforme des valeurs mobilières (Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004) a modifié cette possibilité d'exception, le principe est l'interdiction de l'augmentation de capital sauf si elle s'inscrivait dans le cours normal de l'activité de l'entreprise et n'était pas susceptible de faire échec à l'offre. Il s'agissait d'une interdiction de facto de l'augmentation de capital comme mesure de défense anti-OPA.

<sup>2086</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*.

<sup>2087</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5

*ou totalement mise en œuvre* ». Un critère supplémentaire apparaît en plus des dispositifs précédents, ces mesures ne doivent pas s'inscrire « *dans le cours normal des activités de la société* ». Ce critère paraît superfétatoire. On voit difficilement comment une mesure mise en œuvre de manière habituelle peut faire échec à une offre publique<sup>2088</sup>, sauf à ce que la société lance des offres publiques ou des augmentations de capital tous les deux mois... Cette analyse est corroborée par une jurisprudence ancienne de la COB qui avait jugé que n'était pas « courant » un acte de gestion emportant une modification importante de la société cible de l'offre<sup>2089</sup>. Une source de difficulté majeure, et donc de contentieux, semble surtout être la question de savoir à partir de quel moment une mesure est « *partiellement ou totalement mise en œuvre* »<sup>2090</sup>. Avec une interprétation à la lettre du texte, il suffirait que de simples mesures d'exécution aient été mises en œuvre pour que la mesure soit hors du champ d'application de la règle. Par exemple, si la société envisage de lancer une contre offre du type *Pacman* le simple fait de faire travailler une banque d'affaires et un cabinet d'avocats serait alors suffisant pour ne pas avoir à demander l'approbation de l'assemblée générale. Il nous semble que, pour respecter l'esprit du texte, les juges demanderont cependant une exécution plus conséquente, notamment sous la forme d'actes juridiques engageant la société envers des tiers<sup>2091</sup>. La société cible devra parfaitement maîtriser son agenda pour que la mesure de défense produise ses effets pendant la période d'offre et qu'elle soit partiellement exécutée au début de cette dernière.

#### b. Les exceptions à cette obligation de neutralité des dirigeants.

**682. Les bons d'offre et les pouvoirs laissés au conseil d'administration.** Une première exception peut apparaître dans le dispositif dénommé « bons d'offre »<sup>2092</sup>, ou encore

---

<sup>2088</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1248.

<sup>2089</sup> Bulletin COB, novembre 1986, n°197, p.8 ; Frédéric Peltier et Frank Martin Laprade, Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée, Bull. Joly Bourse, 2004, n°5, p.610.

<sup>2090</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*.

<sup>2091</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1249.

<sup>2092</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5 ; ANSA, Défenses anti-OPA : le nouveau régime, 2006-V, n°06-061 ; Thierry Bonneau, La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, JCP G, 2006, n°17, p.83 ; Les bons de souscription d'actions, une arme anti-OPA déjà très populaire, l'Agefi, 21 avril 2006, p.14 ; Les bons d'offre, Alain Couret, D., 2006, n°20 ; Les « bons d'offre » : la fin des OPA hostiles ?, Daniel Ohl, Bull. Joly Bourse, 2006, p.527 ; Les bons d'offre, Christophe Clerc, Bull. Joly Bourse, 2006, p.345 ; Hervé Le Nabasque, Rev. Soc., 2006, p.237, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006.

bons Breton du nom du Ministre en charge de l'économie à cette période. Le législateur français a saisi l'occasion de la transposition de la directive pour introduire un mécanisme de défense anti-OPA dans le droit français<sup>2093</sup>. Cette intervention était nécessaire, l'AMF ayant condamné une tentative similaire lors de l'OPA de Sanofi-Synthélabo sur Aventis. Il s'agissait alors de protéger les actionnaires de la société cible contre le risque de dévalorisation créé par le contentieux sur un brevet détenu par l'initiateur. L'AMF avait condamné cette pratique en se fondant sur les principes généraux des offres publiques<sup>2094</sup>. Une intervention législative était donc nécessaire. Le législateur s'inspira des *right plans* américains. « Ils consistent, en résumé, à donner aux actionnaires d'une société le droit de souscrire à des actions nouvelles, à un prix décoté (typiquement 50% du cours de bourse), l'exercice du droit étant conditionné soit au franchissement à la hausse par un tiers d'un pourcentage déterminé du capital de la société, soit au lancement d'une offre publique non sollicitée »<sup>2095</sup>.

**683.** L'accord des actionnaires n'est pas nécessaire pour la mise en œuvre de ce mécanisme qui a pour but de forcer le potentiel initiateur de l'offre à négocier<sup>2096</sup>. A travers les bons d'offre, le législateur introduit « un nouveau dispositif autorisant les sociétés cibles d'une offre publique à émettre des bons de souscription d'actions attribués à l'ensemble des actionnaires existants et leur permettant de souscrire à des actions de la société cible à des conditions préférentielles »<sup>2097</sup>. Ce mécanisme, de l'aveu même du gouvernement<sup>2098</sup>, n'a pas

---

<sup>2093</sup> Article L.233-32-II C. com. : « II. - Sans préjudice des autres mesures permises par la loi, l'assemblée générale extraordinaire de la société visée, statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L. 225-98, peut décider l'émission de bons permettant de souscrire, à des conditions préférentielles, à des actions de ladite société, et leur attribution gratuite à tous les actionnaires de cette société ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre publique.

L'assemblée générale peut déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire. Elle fixe le montant maximum de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice de ces bons ainsi que le nombre maximum de bons pouvant être émis.

La délégation peut également prévoir la fixation de conditions relatives à l'obligation ou à l'interdiction, pour le conseil d'administration ou le directoire, de procéder à l'émission et à l'attribution gratuite de ces bons, d'y surseoir ou d'y renoncer. La société visée porte à la connaissance du public, avant la clôture de l'offre, son intention d'émettre ces bons.

Les conditions d'exercice de ces bons, qui doivent être relatives aux termes de l'offre ou de toute offre concurrente éventuelle, ainsi que les autres caractéristiques de ces bons, dont le prix d'exercice ou les modalités de détermination de ce prix, sont fixées par l'assemblée générale ou, sur délégation de celle-ci, par le conseil d'administration ou le directoire. Ces bons deviennent caducs de plein droit dès que l'offre et toute offre concurrente éventuelle échouent, deviennent caduques ou sont retirées ».

<sup>2094</sup> Pierre-Henri Conac, Les bons de souscription d'actions « Plavix » et les principes généraux des offres publiques, Rev. Soc., 2005, p.321. ; Didier Martin, Florian Bouaziz et Benjamin Kanovitch, Chronique jurisprudentielle annuelle Public M&A – Offres publiques, RTDF, 2006, n°1, p.79.

<sup>2095</sup> Nicolas Bombrun et Frédéric Moulin, Défenses anti-OPA : le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006, RTDF, 2006, n°1, p.19.

<sup>2096</sup> *Ibid.*

<sup>2097</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid.*, n°1290.

pour finalité de faire échec à l'offre. Il consiste à faire peser une menace de dilution sur l'initiateur de l'offre si ce dernier refuse toute négociation avec la société cible. En pratique, lors d'une offre hostile, les dirigeants d'une société qui aurait adopté ce système pourraient menacer l'initiateur d'émettre de tels bons au profit des actionnaires de la société si ce même initiateur ne vient pas se placer à la table des négociations. Si de tels bons étaient émis, cela équivaldrait à multiplier le nombre d'actions de la société en circulation, l'initiateur de l'offre ne détenant alors qu'une infime minorité de ces dernières. Il s'agit donc d'une arme de dissuasion, qui n'a pas vraiment vocation à être utilisée du fait de l'effet de dilution massif qu'elle entraîne, pour pousser l'initiateur de l'offre à négocier les termes de cette dernière avec le conseil d'administration de la société cible<sup>2099</sup>. Comme le relève la doctrine, l'efficacité de ce dispositif dépendra principalement de la crédibilité de la menace<sup>2100</sup>, d'autant plus qu'il n'est pas à exclure que la responsabilité des dirigeants puissent être engagée dans certains cas<sup>2101</sup>. Le régime des bons d'offre est particulier<sup>2102</sup> et déroge au droit commun. Même s'il relève bien entendu de l'assemblée générale extraordinaire, cette dernière statue dans les formes de l'assemblée générale ordinaire<sup>2103</sup>. Généralement, la résolution délèguera au conseil d'administration le soin de fixer les modalités et les conditions d'exercice de ces bons d'offre<sup>2104</sup>. Cette autorisation pourra être donnée avant l'offre, lors de l'assemblée générale annuelle, ou pendant l'offre<sup>2105</sup>. Les bons d'offre, s'ils sont émis, doivent l'être de manière égalitaire ; aucune discrimination ne peut être réalisée parmi les actionnaires de la société<sup>2106</sup>. Surtout, il est expressément prévu par le texte que l'attribution de ces bons d'offre peut se faire à des « conditions préférentielles », dès lors ils ne refléteront

---

<sup>2098</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*.

<sup>2099</sup> Nicolas Bombrun et Frédéric Moulin, Défenses anti-OPA : le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006, RTDF, 2006, n°1, p.19.

<sup>2100</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1296.

<sup>2101</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*.

<sup>2102</sup> ANSA, Défenses anti-OPA : le nouveau régime, 2006-V, n°06-061 ; Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1290.

<sup>2103</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid* et Article L.228-92 C. com. ; Nicolas Bombrun et Frédéric Moulin, Défenses anti-OPA : le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006, RTDF, 2006, n°1, p.19.

<sup>2104</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid* : « En pratique, les actionnaires des sociétés ayant adopté une résolution autorisant l'émission de bons d'offres ont, à chaque fois, donné délégation au conseil. Ils ont en outre souvent laissé une grande liberté aux dirigeants dans la détermination des conditions d'émission, se contentant généralement de poser comme limites à cette délégation un nombre de bons d'offre égal au nombre d'actions en circulation et un montant maximal d'émission à hauteur du capital social au jour de l'assemblée ».

<sup>2105</sup> Nicolas Bombrun et Frédéric Moulin, Défenses anti-OPA : le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006, RTDF, 2006, n°1, p.19 ; Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5.

<sup>2106</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1293.

pas forcément la valorisation exacte de la société. En 2011, seulement 20% des sociétés du CAC 40 avaient adopté ce dispositif de manière préventive<sup>2107</sup>.

**684.** En suivant des suggestions de la pratique, on peut recommander une évolution du mécanisme des bons d'offre. Ce mécanisme pourrait être amélioré pour permettre une meilleure utilisation. Le constat est que le conseil d'administration peut avoir intérêt à neutraliser certaines offres qui ne correspondraient pas à l'intérêt social de la société. Etant donné que les actionnaires arbitragistes viennent faire quasi systématiquement réussir les offres, il est encore plus nécessaire de neutraliser les offres qui seraient contraires à l'intérêt social de la société. Cette nécessité doit être conciliée avec le respect de la place de l'actionnaire qui est au cœur des offres publiques. Ces doubles impératifs peuvent conduire à une amélioration du mécanisme des bons d'offre. Il apparaît légitime que les actionnaires soient réticents, et même refusent, à adopter un mécanisme trop large et donc à donner un pouvoir discrétionnaire au conseil d'administration. On peut à l'inverse imaginer une résolution très précise, encadrant les conditions dans lesquelles le conseil d'administration peut utiliser ce mécanisme. Par exemple, les actionnaires autoriseraient le conseil d'administration à recourir aux bons d'offre mais uniquement dans des limites très précises concernant une éventuelle dissolution et en fonction de l'identité économique de l'initiateur. Un tel mécanisme ne pourrait être mis en œuvre à l'encontre d'un acteur industriel mais pourrait l'être contre un acteur financier comme un fonds d'investissement étant donné que les risques de contrariété à l'intérêt social seraient plus élevés. Un tel mécanisme serait nécessairement mieux accueilli par les actionnaires et les *proxy advisers*. Etant donné que les compétences du conseil d'administration sont d'ordre public<sup>2108</sup>, on pourrait imaginer que le législateur réserve le pouvoir de décider de l'utilisation des bons d'offres aux administrateurs indépendants, au sens du code AFEP-MEDEF, pour rendre ce mécanisme encore plus acceptable.

**685.** La véritable exception tient dans la marge de manœuvre, certes strictement encadrée, qui est laissée aux dirigeants. La directive et la loi réservent à ces derniers une certaine marge de manœuvre<sup>2109</sup>, en leur imposant même des missions spécifiques<sup>2110</sup>. Le

---

<sup>2107</sup> Frédéric Grillier et Hubert Segain, Panorama 2011 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40, RTDF, 2011, n°4, p.124.

<sup>2108</sup> C'est ce que la jurisprudence a affirmé avec le célèbre arrêt Motte : Civ., 4 juin 1946, Motte, S.1947, 1, p.153.

<sup>2109</sup> Article L.233-32-I C. com. : « *Pendant la période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, le conseil de surveillance, à l'exception de leur pouvoir de nomination, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux*

conseil d'administration de la société cible garde donc son pouvoir de nomination. Il garde surtout son pouvoir de gestion courante, ce qui lui permettra d'organiser la défense de la société<sup>2111</sup>. De la même manière, il dispose de toute liberté pour rechercher une éventuelle surenchère. En pratique, si le conseil d'administration juge que l'offre initiale n'est pas satisfaisante du point de vue de la valorisation ou que si le projet industriel est inadapté, il est alors libre de rechercher un autre initiateur qui fera une offre plus pertinente aux actionnaires. Ce principe est dans l'intérêt des actionnaires étant donné que cela augmentera leur choix parmi les offres proposées et fera augmenter le prix de l'offre. Ainsi donc, le législateur valide l'intervention d'un chevalier blanc (« *White Knight* »), traditionnellement présentée comme une mesure de défense anti-OPA, car étant dans l'intérêt « supérieur » des actionnaires<sup>2112</sup>. Cela rentre en parfaite conformité avec la promotion du principe de libre jeu des offres et des surenchères cherchant à favoriser le plus grand nombre d'offres possible. L'inconvénient de cette stratégie pour la société est double. Elle doit déjà trouver un chevalier blanc ayant les capacités financières de lancer une nouvelle offre. Ensuite, cette deuxième offre doit apparaître plus intéressante et plus pertinente industriellement que la première. Une dernière difficulté peut enfin surgir si il apparaît que le chevalier blanc agit dans le cadre d'un concert défensif, auquel cas il aura l'interdiction d'acheter des titres de la société<sup>2113</sup>.

**686. La notion de réciprocité.** La véritable dérogation existe avec l'exception de réciprocité qui peut venir considérablement étendre la possibilité, pour la société, de mettre en œuvre des mesures de défense<sup>2114</sup>. La directive donnait la possibilité aux Etats Membres de réserver l'application de l'obligation de neutralité aux seules offres initiées par des sociétés

---

*délégués de la société visée doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres.* »

<sup>2110</sup> Article 9(5) de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition : « *L'organe d'administration ou de direction de la société visée établir et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité de la société selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe 3, point i).* ».

<sup>2111</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1251.

<sup>2112</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1280. Toute nouvelle offre doit être une surenchère par rapport à l'offre existante : « *Pour être déclarée conforme, une offre publique d'achat concurrente ou une surenchère en numéraire doit être libellée à un prix supérieur d'au moins 2 % au prix stipulé dans l'offre publique d'achat ou la surenchère en numéraire précédente (...)* ».

<sup>2113</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1282. Article 231-40 I RGAMF : « *Pendant la période d'offre, la société visée et les personnes agissant de concert avec elles ne peuvent intervenir sur les titres de capital ou donnant accès au capital de la société ou sur les instruments financiers liés à ces titres* ».

<sup>2114</sup> Thierry Brun et Renée Kaddouch, Les armes, efficaces, de la directive OPA, Les Echos, 3 juillet 2006.

originaires de juridictions appliquant elles-mêmes une règle identique<sup>2115</sup>. Le rapport Lepetit estima qu'il était nécessaire que la France mette en place ce dispositif de réciprocité, en son absence le rapport relevait qu'il « *existe un risque que l'article 9 conduise à désavantager les sociétés des pays qui auront adopté le régime européen au profit de celles de pays où ces organes disposent d'une plus grande marge de manœuvre* »<sup>2116</sup>. Cette exception de réciprocité a donc été transposée en droit français<sup>2117</sup>. Concrètement, si l'initiateur, ou la société la contrôlant, n'est pas soumis à cette règle de neutralité des dirigeants, le conseil d'administration de la société cible sera alors libre d'utiliser les mesures de défense anti-OPA sans avoir à obtenir l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. Cette exception pourra être mise en œuvre si « *l'entité* » initiatrice de l'offre n'applique pas cette règle ou « *des mesures équivalentes* »<sup>2118</sup>. En ce qui concerne la notion de mesure équivalente<sup>2119</sup>, l'idée est d'analyser si l'initiateur est soumis aux mêmes règles du jeu que la société cible<sup>2120</sup>. Si l'initiateur est domicilié dans l'Union Européenne, il suffira de se demander si l'Etat a choisi, ou non, de transposer l'article 9 de la directive<sup>2121</sup>. Si ce n'est le cas, il faudra alors étudier le droit en vigueur dans ce pays et se demander si une règle équivalente est en vigueur.

---

<sup>2115</sup> Article 12(3) de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 : « *Les Etats membres peuvent, dans les conditions fixées par le droit national, exempter les sociétés qui appliquent l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11 d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11 si elles deviennent l'objet d'une offre lancée par une société qui, quant à elle, n'applique pas ces mêmes articles ou par une société contrôlée directement ou indirectement par une telle société, conformément à l'article 1<sup>er</sup> de la directive 83/349/CE* ».

<sup>2116</sup> Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisitions, Jean-François Lepetit, 27 juin 2005, p.16. Ce rapport est disponible au lien suivant : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/054000470/0000.pdf>, lien consulté le 30 janvier 2013.

<sup>2117</sup> Article L.233-33 C. com. : « *Les dispositions de l'article L. 233-32 ne sont pas applicables lorsque la société fait l'objet d'une ou plusieurs offres publiques engagées par des entités, agissant seules ou de concert au sens de l'article L. 233-10, dont l'une au moins n'applique pas ces dispositions ou des mesures équivalentes ou qui sont respectivement contrôlées, au sens du II ou du III de l'article L. 233-16, par des entités dont l'une au moins n'applique pas ces dispositions ou des mesures équivalentes. Toutefois, les dispositions de l'article L. 233-32 s'appliquent si les seules entités qui n'appliquent pas les dispositions de cet article ou des mesures équivalentes ou qui sont contrôlées, au sens du II ou du III de l'article L. 233-16, par des entités qui n'appliquent pas ces dispositions ou des mesures équivalentes, agissent de concert, au sens de l'article L. 233-10, avec la société faisant l'objet de l'offre. Toute contestation portant sur l'équivalence des mesures fait l'objet d'une décision de l'Autorité des marchés financiers.*

*Dans le cas où le premier alinéa s'applique, toute mesure prise par le conseil d'administration, le conseil de surveillance, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doit avoir été expressément autorisée pour l'hypothèse d'une offre publique par l'assemblée générale dans les dix-huit mois précédant le jour du dépôt de l'offre. L'autorisation peut notamment porter sur l'émission par le conseil d'administration ou le directoire des bons visés au II de l'article L. 233-32 ; dans ce cas, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires statue dans les conditions de quorum et de majorité prévues à l'article L. 225-98 » ; Actes de la conférence organisée par le cabinet Herbert Smith (Paris) le 14 septembre 2006 sur le thème de « La transposition en France de la Directive européenne sur les OPA », RTDF, 2006, n°3, p.93.*

<sup>2118</sup> On ne peut que relever le caractère flou de cette notion : Alain Pietrancosta, Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA, RTDF 2006, n°3, p.4, n°13.

<sup>2119</sup> ANSA, Défenses anti-OPA : le nouveau régime, 2006-V, n°06-061.

<sup>2120</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1265.

<sup>2121</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*.

On pourrait estimer que cette comparaison doit se faire in abstracto, en se référant uniquement aux textes en vigueur. Nous sommes d'avis, comme une partie de la doctrine<sup>2122</sup>, que cette appréciation devra se faire in concreto. Il ne faudrait pas seulement prendre en considération les textes mais aussi l'ensemble de leurs modalités d'application et la pratique en œuvre dans cette juridiction. Concrètement, s'il avait fallu analyser le droit français (avant la transposition de la directive), on aurait pu considérer qu'une telle règle s'appliquait vu la jurisprudence développée par l'AMF<sup>2123</sup> alors que les textes étaient muets. Une question à régler est de savoir si cette clause de réciprocité s'applique aussi aux entreprises étrangères dont les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé<sup>2124</sup>. Un autre terme peut poser problème, il s'agit du terme « entité ». Nous sommes du même avis qu'une partie de la doctrine<sup>2125</sup> selon laquelle le législateur a souhaité avoir un champ d'application maximale, ce terme vise en réalité tout initiateur et se veut le plus large possible pour qu'aucun ne passe entre les mailles du filet. Cette notion semble cependant plus grande que celle prévue par la directive qui parlait seulement de « société »<sup>2126</sup>. Nous relèverons également qu'une procédure spécifique a été prévue pour que l'initiateur puisse contester la décision de la société cible<sup>2127</sup>. Si l'exception de réciprocité trouve à jouer, encore faudra t'il que les dirigeants aient reçu l'autorisation préalable de l'assemblée générale pour mettre en œuvre des mesures de défense<sup>2128</sup>.

**687.** La société pourra ensuite initier toute une série de mesures visant à contrer l'offre<sup>2129</sup>. Il pourra s'agir d'une défense *Pacman*, c'est-à-dire le lancement d'une contre offre par la société cible sur l'initiateur. Elle a déjà été tentée par Elf pour riposter à l'offre initiée par Total-Fina<sup>2130</sup>. Il peut aussi s'agir de la sanctuarisation d'un actif stratégique, c'est-à-dire venir placer un actif stratégique hors de portée de l'initiateur et ainsi priver l'offre de tout intérêt pour l'initiateur<sup>2131</sup>. L'inverse peut aussi fonctionner, la société cible peut rechercher à acquérir un actif pour rendre l'offre moins attractive ou renforcer les problématiques de

---

<sup>2122</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5 ; Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*

<sup>2123</sup> Supra n°673.

<sup>2124</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1266.

<sup>2125</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5 ; Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1267.

<sup>2126</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1268.

<sup>2127</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1270 et suivants.

<sup>2128</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1274.

<sup>2129</sup> Nicolas Bombrun et Frédéric Moulin, Défenses anti-OPA : le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006, RTDF, 2006, n°1, p.19 ; ANSA, Défenses anti-OPA : le nouveau régime, 2006-V, n°06-061 ; Actes de la conférence organisée par le cabinet Herbert Smith (Paris) le 14 septembre 2006 sur le thème de « La transposition en France de la Directive européenne sur les OPA », RTDF, 2006, n°3, p.93.

<sup>2130</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1285.

<sup>2131</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1286.

concurrence<sup>2132</sup>. Une dernière mesure consiste dans une distribution exceptionnelle de dividendes pour séduire les actionnaires de la société cible<sup>2133</sup>.

## **2. Une évolution souhaitable de cette neutralisation.**

**688.** Ce devoir d'abstention apparaît cependant excessif étant donné qu'il vient totalement neutraliser toute action des dirigeants, quelle que soit l'offre, ouvrant indirectement la voie aux actionnaires arbitragistes (a). On peut ainsi songer à des évolutions possibles et souhaitables, un choix s'offrant alors en fonction du degré de remise en cause de la règle (b).

### **a. Une neutralisation apparaissant excessive.**

**689. Une disposition trop imprécise.** Il nous semble que la neutralisation des dirigeants est excessive car la rédaction de la loi est imprécise. On parle de « *mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre* »<sup>2134</sup>. Cette disposition nous paraît peu précise, surtout lorsqu'on la compare à la rédaction anglaise<sup>2135</sup> et à la liste de mesures accompagnant cette dernière<sup>2136</sup>. Ce manque de clarté a été souligné par une grande partie des commentateurs de la loi, elle vient créer une zone d'incertitude pour les dirigeants<sup>2137</sup>. Ce caractère est renforcé par le fait que le législateur a voulu donner à cette formule un sens large pour englober l'ensemble des mesures pouvant empêcher une prise de contrôle effective<sup>2138</sup>. Des auteurs se sont demandés si cela ne pouvait pas même aller jusqu'à interdire aux

<sup>2132</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1287 et n°1288.

<sup>2133</sup> Didier Martin et Nicolas Molfessis, *Ibid*, n°1289.

<sup>2134</sup> Article L.233-32 I et II C. com.

<sup>2135</sup> Rule 21.1.a du Takeover Code: « *prendre toute action qui pourrait avoir pour conséquence de frustrer ou d'empêcher els actionnaires de se prononcer sur les mérites d'une offer ou d'une possible offre* ».

<sup>2136</sup> Rule 21.1.b du Takeover Code.

<sup>2137</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5 ; Alain Pietrancosta et Jean-François Prat, Offres publiques et droit des sociétés, Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, Droit 360°, n°308 :« *La formule légale paraît en tout cas assez lâche et, on l'imagine en raison notamment de son libellé peu juridique, d'appréhension malaisée pour les dirigeants concernés, encore que la référence à la possibilité d'une mise en échec de l'offre puisse autoriser une certaine souplesse* ». Didier Martin et Nicolas Molfessis, Offres publiques d'acquisition : Les mesures de défense anti-OPA, Lexis Nexis Litec, Droit 360°, n°1246.

<sup>2138</sup> Rapport fait au nom de la Commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition par le sénateur Ph. Marini et déposé au Sénat le 13 octobre 2005, p.78.

dirigeants de contester la décision de conformité<sup>2139</sup>. A notre sens, le doute découle tout d'abord du terme « *mesure* » qui est aussi imprécis que peu juridique. Ce terme large doit permettre d'englober le plus grand nombre possible de mesures de défense anti-OPA. Cela pose cependant problème étant donné qu'il ne dit pas clairement ce qui est autorisé pour les dirigeants. En théorie, de nombreuses mesures peuvent faire échec à une offre publique, alors qu'en pratique il est extrêmement rare qu'une offre hostile échoue suite à la mise en œuvre d'une mesure de défense.

**690.** Bien que la rédaction du *Takeover Panel* apparaisse plus claire, il est intéressant de relever que des problèmes d'interprétation se sont aussi posés<sup>2140</sup>. Cet auteur relève la difficulté que rencontre le droit anglais à déterminer avec précision quel est l'objectif final poursuivi par l'action des dirigeants<sup>2141</sup>. Il apporte surtout deux exemples montrant qu'il peut être parfois malaisé de déterminer avec précision ce qu'est une mesure de défense. La première question d'interprétation qui s'est posée concerne les recours judiciaires contre l'offre elle-même, ou qui peuvent avoir une influence sur cette dernière. Le *Takeover Panel* a tout d'abord reconnu que de telles actions pouvaient poser problème et qu'il devait être préalablement consulté<sup>2142</sup>. Il eut ensuite à se prononcer plus clairement lors d'une offre de *Minorco* sur *Consolidated Gold Fields Plc*<sup>2143</sup>. Une filiale de la société cible, détenue intégralement par cette dernière, avait saisi les juridictions américaines car elle considérait que l'offre violait certaines dispositions du droit boursier américain. Un juge de New York prononça alors une injonction empêchant la prise de contrôle de la filiale alors que l'initiateur détenait 54,8% de la société mère. L'offre comportait cependant une condition suspensive voulant qu'aucune restriction ne puisse exister quant à sa mise en œuvre effective. L'initiateur saisit alors le *Takeover Panel*. Ce dernier estima que les recours judiciaires pouvaient devenir une arme tactique et qu'en l'espèce la finalité de celle-ci était d'empêcher l'offre d'aller à son terme<sup>2144</sup>. La société était donc tenue de retirer son action ou de demander l'approbation de

---

<sup>2139</sup> Ph. Portier et N. Partouche, Les mesures de défense en matière d'offre publique : Journal des Sociétés mai 2006, n°32, p. 34.

<sup>2140</sup> Tunde I Ogowewo, Rationalising General Principle 7 of the City Code, 82 *The company, Financial and Insolvency Law Review*, (1997), p.74.

<sup>2141</sup> Tunde I. Ogowewo, *Ibid*, p.84.

<sup>2142</sup> Panel Statement, Legal proceeding in relation to take-offer offers, 1977/1, 18 janvier 1977: "Si le conseil d'administration de la société cible envisage des actions en justice dans le cadre de l'offre ou d'une possible offer, dans certaines circonstances des problèmes peuvent émerger en relation avec le code. Le Conseil d'administration serait alors bien avisé, dans un tel cas, de consulter le Panel avant de prendre une action".

<sup>2143</sup> The Takeover Panel, Consolidated Gold Fields PLC, 1989/7.

<sup>2144</sup> P.12: "Nous avons estimé que des actions en justice peuvent, en principe, clairement être vu comme des mesures de défense"; P.13: "Le Principe Général 7 est l'un des plus important dans le Code. Cela empêche que les actions provenant des administrateurs qui pourraient faire rentrer en conflit les intérêts des dirigeants".

ses actionnaires quant à la poursuite de cette dernière<sup>2145</sup>. Le *Takeover Panel* utilise donc un critère de l'effet possible de la mesure, sans pour autant mettre en place un test permettant d'identifier une telle mesure avec des critères propres<sup>2146</sup>. La longueur de la décision du *Takeover Panel* montre que la réponse n'était pas évidente. Elle ne l'est pas non plus en droit français tant il semble difficile d'entraver une personne morale de son droit d'ester en justice, surtout si cette action vise à contester la légalité d'une offre. Si l'offre est vraiment illégale, il y a tout intérêt à encourager cette action ; si elle ne l'est pas, il n'y a aucune crainte à avoir. L'autre exemple issu de la jurisprudence du *Takeover Panel* est celui du *lobbying*. Il jugea qu'un *lobbying* intensif n'était pas de nature à être considéré comme une mesure de défense nécessitant l'approbation préalable des actionnaires. Cette campagne de *lobbying* impliquait pas moins de 21 cabinets d'avocats, 15 sociétés de *lobbying* et 12 sociétés de relations publiques. Bien que cette campagne vise à contrer l'offre, le *Takeover Panel* jugea qu'elle n'était pas une manière de faire directement obstruction à cette dernière<sup>2147</sup>... Il semblait donc vouloir indiquer que le critère serait de savoir si la mesure vise directement à contrer l'offre, alors qu'il s'agirait plutôt de s'attacher à savoir si son effet serait de contrer l'offre<sup>2148</sup>. Il relève aussi qu'il s'agit d'informer les pouvoirs publics des conséquences de l'opération, que ces derniers ont le droit d'être informé et que l'initiateur peut aussi faire valoir ses arguments. Il relève que cette action est un droit démocratique qu'il ne peut restreindre<sup>2149</sup>. Nous sommes pleinement d'accord avec cette analyse. Nous ne pouvons que relever qu'elle nous semble

---

*avec ceux des actionnaires. C'est un élément important pour s'assurer que l'actionnaire se voit bien donner l'opportunité de pouvoir se prononcer sur l'offre. C'est dans l'intérêt des actionnaires que les mesures de défense sont autorisées, mais uniquement si elles ont été approuvées par les actionnaires. Nous pensons que, si le conseil d'administration de Consgold pense qu'il est approprié de continuer leur action, ils doivent se mettre en conformité avec le Code et chercher à obtenir le consentement des actionnaires dès qu'ils le peuvent. Si ce consentement est obtenu, il sera alors totalement approprié pour Consgold de poursuivre ses actions. S'il n'est pas obtenu, alors Consgold devrait cesser ses procédures comme est libre de le faire toute partie. Cette façon de procéder, dès lors, assure que les souhaits des actionnaires sont pris en compte, mais ne vient en aucun cas créer une avec les juridictions des Etats-Unis".*

<sup>2145</sup> P.2: « Le Panel considère que la poursuite de procédures aux Etats-Unis en l'absence d'approbation des actionnaires a clairement pour effet de frustrer l'offre sur Consgold et est donc contraire au Principe Général 7. Consgold doit se retirer de ces procédures à moins que les administrateurs obtiennent l'accord des actionnaires à l'assemblée générale du 30 Mai. L'expression de la vision majoritaire des actionnaires quant au future de la société doit être respectée".

<sup>2146</sup> Tunde I. Ogowewo, *Ibid*, p.87.

<sup>2147</sup> The Takeover Panel, B.A.T Industries p.l.c, 1989/20, p.2 : "(...) Que les actions de BAT, soit directement à travers Farmers, pour faire du lobbying aux politiques et autres qu'ils considèrent comme pouvant influencer l'issue de l'offre aux Etats-Unis ne constitue pas des mesures de défense".

<sup>2148</sup> Tunde I. Ogowewo, *Ibid*.

<sup>2149</sup> The Takeover Panel, B.A.T Industries p.l.c, 1989/20, p.12: "Nous ne considérons pas que le lobbying des politiques et autres est en contravention avec le principe general 7. Ce n'est pas un moyen d'obstruer directement une offre, et il est possible pour l'initiateur de l'offre de s'engager dans un contre lobbying, l'effet du processus est simplement de permettre à l'une des autorités publiques de se voir présenter les deux types d'arguments. Indépendamment de son efficacité, le lobbying des politiciens est un droit démocratique que le Panel n'est pas en mesure de neutraliser. Le Panel ne peut pas non plus construire une ligne entre ce qui est un lobbying autorisé et non autorisé".

pleinement applicable au recours judiciaire. Il s'agit aussi d'un droit démocratique essentiel et l'initiateur a toujours la possibilité, garantie par le principe du contradictoire, de faire parvenir ses observations. Ces exemples montrent à quel point la définition d'une mesure de défense est malaisée et que les réponses peuvent être contradictoires.

**691. La neutralisation trop générale des dirigeants.** Cette zone d'incertitude est à notre sens préjudiciable. Les dirigeants ne peuvent savoir avec certitude, pour un certain nombre de mesures, si cette dernière est « *susceptible de faire échouer l'offre* ». Les deux exemples précédents en sont une parfaite illustration. Une action en justice, visant notamment la décision de conformité, est bien évidemment « *susceptible de faire échouer l'offre* ». Cependant, l'offre échouera car elle est illégale. Le lobbying vise à faire échouer l'offre, mais est-il susceptible de la faire échouer ? Directement non, mais indirectement, avec des prises de positions hostiles du gouvernement<sup>2150</sup> ou l'implication de ce dernier pour favoriser un nouvel initiateur<sup>2151</sup> ? La frontière est ténue et les dirigeants pourront, dans le doute, renoncer à s'engager dans certaines mesures de peur d'être désavoués par l'AMF, et d'ouvrir un boulevard à l'initiateur, ou de se voir poursuivis en responsabilité par certains actionnaires.

**692.** Cette neutralisation nous apparaît dommageable. En premier lieu, elle vient réduire les risques d'échec de l'offre et donc faciliter l'intervention des arbitragistes. Surtout, ce manque de précision vient totalement neutraliser les dirigeants pendant la période d'offre. Dans le doute, il semble que ces derniers ne pourront donc pas adopter de mesures de défense. De même, ils seront probablement dans l'incapacité d'adopter des mesures pouvant chercher à diminuer l'influence des arbitragistes. Ce flou entourant cette notion de « *mesure susceptible de faire échouer l'offre* » peut être de nature à créer un soupçon d'illégitimité sur toute mesure prise par les dirigeants et pourrait, même très éventuellement, influencer sur le destin de l'offre. Ces dirigeants ne seront donc pas en mesure de combattre ces fonds. On peut ainsi penser à l'adoption de mesures de défense qui n'auraient pas pour objet de faire échouer une offre mais d'éviter que les arbitragistes la déterminent. Les dirigeants seront totalement impuissants devant une offre qu'ils jugent néfastes pour la société. Cette dernière, si elle est bien valorisée, réussira très probablement avec l'aide des arbitragistes sans que les dirigeants aient été en mesure de prendre une mesure de défense. Il nous semble qu'une telle

---

<sup>2150</sup> On peut penser à la réaction de Thierry Breton à l'annonce de l'offre de Mittal Steel sur Arcelor. David Barroux, Mittal et la grammaire des affaires, Les Echos, 2 octobre 2012.

<sup>2151</sup> Nicolas Sarkozy, Ministre de l'économie et des Finances, avait poussé Aventis à fusionner avec Sanofi-Synthélabo et non avec le Suisse Novartis : [http://www.swissinfo.ch/fre/archive/Fusion\\_avortee\\_de\\_Novartis\\_avec\\_Aventis.html?cid=3874566](http://www.swissinfo.ch/fre/archive/Fusion_avortee_de_Novartis_avec_Aventis.html?cid=3874566), lien consulté le 6 février 2013.

neutralisation pouvait faire sens lorsque le destin de l'offre était conditionné à la décision d'actionnaires qui prenaient en compte de nombreux éléments dans leur décision. A l'inverse, la présence des arbitragistes vient fortement bouleverser cette situation étant donné que le contrôle des sociétés pourra changer pour des raisons tenant uniquement à leur volonté de voir l'offre réussir. Etant donné que dans ce cas le projet industriel sera peu pris en compte, on peut se demander s'il ne serait pas opportun de laisser aux dirigeants la possibilité d'entraver une offre qui serait néfaste pour le développement de la société. L'argument pour empêcher cela tient dans le soupçon permanent de conflits d'intérêts qui pèsent sur les dirigeants, soupçonnés de chercher à garder leurs mandats sociaux à travers la préservation de l'indépendance de la société. On relèvera que cet argument, dont nous ne nions pas la pertinence à une époque, notamment aux vues des raisons de la naissance du *Takeover Panel*<sup>2152</sup>, appelle deux remarques complémentaires. En premier lieu, cet argument ne prend absolument pas en compte les progrès effectués dans le domaine de la *corporate governance* et l'amélioration des contre-pouvoirs au sein des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé<sup>2153</sup>. On peut notamment penser à la présence des administrateurs indépendants. Ensuite, aucun poids n'a été donné à l'action en responsabilité contre les dirigeants. Si ces derniers détournent les pouvoirs sociaux pour neutraliser une offre publique dans le seul but de préserver leurs intérêts propres, ceci pourrait très certainement constituer une « *faute de gestion* » de nature à engager leur responsabilité civile. Le soupçon de conflit d'intérêt tend à être moins crédible du fait des progrès du droit des sociétés. On peut donc s'interroger sur une éventuelle réforme de ce dispositif.

#### b. Les évolutions possibles.

**693. Une évolution a minima : une plus grande précision.** Une première évolution pourrait consister à conférer une plus grande précision aux dispositions législatives de droit national. Cela aurait pour effet immédiat de permettre aux dirigeants de savoir avec précision s'ils doivent, ou non, demander le blanc seing de l'assemblée générale des actionnaires avant la mise en œuvre de mesures de défense. Cette idée a déjà été émise par la doctrine

---

<sup>2152</sup> Infra n°675.

<sup>2153</sup> Alain Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5

anglaise<sup>2154</sup>. Le dispositif proposé par cet auteur voudrait que la société cible doive demander l'approbation des actionnaires avant de mettre en œuvre une mesure (1) dont l'effet probable serait d'empêcher les actionnaires de se prononcer sur l'offre sans avoir obtenu leur consentement préalable ou (2) si elle serait de nature à influencer le processus de prise de décision de telle manière que ce dernier s'en trouverait vicié<sup>2155</sup>. Cette proposition mérite d'être retenue mais peut être améliorée. Tout d'abord seule la première branche du dispositif nous semble suffisamment précise pour être applicable. Ensuite, cette première branche pourrait être utilement complétée en deux points. Le législateur pourrait déjà lister toute une série de mesures sur lesquelles pèserait une présomption réfragable d'avoir pour effet d'empêcher les actionnaires de se prononcer sur l'offre. Il pourrait ensuite préciser ce qui peut être l'impossibilité pour les actionnaires de se prononcer sur l'offre. Il s'agirait soit d'une modification telle de la société que l'offre n'aurait plus de sens, soit d'un retrait de l'offre suite à une mesure de défense venant modifier la consistance de la société. Une telle modification permettrait à la France de rester dans le cadre de la directive en évitant que les actionnaires se voient refuser la possibilité de se prononcer sur les mérites de l'offre. Elle permettrait surtout aux dirigeants de société de connaître avec précision leur marge de manœuvre face à une offre qu'ils ne jugeraient pas être dans l'intérêt de la société.

**694.** La seule réécriture de cet article ne semble pas satisfaisante. On pourrait l'accompagner d'une mesure complémentaire portant sur la dissociation du vote et de l'exposition économique. La première consisterait à remédier à la pratique de *l'empty voting*. Etant donné qu'il ne s'agit ni plus ni moins de décider du destin de la société il n'est guère imaginable que les actionnaires votent sans détenir les titres à ce même moment. Les critiques contre *l'empty voting* de manière générale trouvent une particulière acuité lors d'une assemblée générale aussi particulière. Nous avons déjà vu<sup>2156</sup> qu'il existe une obligation de déclaration pour les pratiques pouvant conduire à de *l'empty voting*. Il serait préférable de renforcer cette obligation et de se fonder dessus pour interdire ces pratiques en période d'assemblée générale réunie en cours d'offre. Cette obligation serait complétée par une

---

<sup>2154</sup> Tunde I Ogowewo, Rationalising General Principle 7 of the City Code, 82 *The company, Financial and Insolvency Law Review*, (1997), p.89.

<sup>2155</sup> *Ibid* : « Avec un tel test, toute action prise par les dirigeants de la cible (ou une personne sous son contrôle de fait ou de droit) après la communication d'une offre de bonne foi ou après qu'il ait des raisons de penser qu'une pourrait être imminente, sera considérée comme pouvant frustrer l'offre si (i) son effet probable serait de priver les actionnaires de leur droit de se prononcer sur l'offre sans un consentement éclairé (soit parce qu'il serait impossible pour eux de prendre une telle décision soit car cela forcerait l'initiateur à retirer son offre pour des raisons autres que celles d'une surenchère) ou (ii) il est possible d'influencer le processus de prise de décision d'une telle manière que, en fait, cela vienne corrompre le processus ».

<sup>2156</sup> *Supra* n°201.

sanction renforcée afin de la rendre tout particulièrement dissuasive. Il s'agirait évidemment d'une dérogation au droit commun. L'assemblée générale pour approuver les mesures de défense bénéficiant déjà d'un régime dérogatoire, il n'est pas inenvisageable de continuer dans cette filière dérogatoire. Il ne s'agit d'ailleurs pas de priver un actionnaire de son droit de vote. Il s'agit simplement de s'assurer qu'une personne détienne bien les titres correspondant à son droit de vote au moment de se prononcer sur l'avenir de la société. On peut aussi se demander si cette réécriture pourrait être utilement complétée avec la création d'un *safe harbour* spécifique. Il s'agirait d'introduire une disposition garantissant aux dirigeants de la société cible qu'ils sont dans leur bon droit lorsqu'ils s'engagent dans des mesures qui ne sont pas visées par les dispositions précédentes. Cette mesure nous paraît cependant inutile étant donné que l'ensemble de ce dispositif est une dérogation au droit commun des sociétés voulant que les actionnaires délèguent le pouvoir de gestion aux dirigeants. Si ces derniers ne se trouvent pas dans la situation précédemment décrite, ils sont bien entendu dans la légalité et n'ont pas besoin que la loi réaffirme cela. Il n'est donc pas nécessaire de dresser une liste des pratiques tolérées sur le modèle des pratiques de marché admises dans le cadre des abus de marché<sup>2157</sup>.

**695. Une évolution a maxima : le modèle américain.** Il nous faut aussi comparer ce régime européen avec le droit américain en la matière. Il s'agit plus précisément de comparer avec le droit du Delaware, Etat où la grande majorité des sociétés cotées américaines sont immatriculées<sup>2158</sup>. La question posée était de savoir si les dirigeants pouvaient mettre en œuvre des mesures de défense ou si cela constituait une faute de gestion (un manquement à leur *fiduciary duties*). La Cour Suprême du Delaware encadra l'usage de mesures de défense dans un arrêt fondateur, faisant suite à un développement jurisprudentiel<sup>2159</sup>, sans pour autant les interdire ou les soumettre à l'autorisation préalable des actionnaires<sup>2160</sup>. Cette juridiction a reconnu l'existence d'un possible conflit d'intérêt au niveau du conseil d'administration, cela justifiant un encadrement particulier des mesures de défenses<sup>2161</sup>. Pour ne pas voir sa responsabilité engagée, le conseil d'administration ne doit pas commettre de *gross negligence* pouvant remettre en question la *business judgement rule*. Cet arrêt a vu la naissance d'un test visant justement à contrôler l'action du conseil d'administration. Les juges commencèrent par

---

<sup>2157</sup> Article 612-1 RGAMF. Il s'agit de pratiques que l'AMF considère comme légales et qui permettent aux acteurs de marché d'être certain de ne pas être poursuivi pour un abus de marché par la suite.

<sup>2158</sup> Didier Poracchia et Didier Martin, Regard sur l'intérêt social, Rev. Soc., 2012, p.475, n°26.

<sup>2159</sup> Mergers and takeovers in the US and UK: law and practice, Stephen Kenyon-Slade, Oxford University Press, 2003, p.246.

<sup>2160</sup> *Ibid.* Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>2161</sup> Mergers and takeovers in the US and UK: law and practice, Stephen Kenyon-Slade, Oxford University Press, 2003, p.243.

relever que lorsqu'il est confronté à une offre publique d'achat le conseil d'administration doit se demander si elle est dans le meilleur intérêt de la société et de ses actionnaires. Le test mis en place se décompose en deux branches. Les dirigeants doivent déjà démontrer qu'ils avaient des raisons suffisantes de penser qu'un danger pour l'avenir de la société pouvait découler de l'offre<sup>2162</sup>. Ils doivent bien entendu démontrer une bonne foi et une évaluation crédible de cette analyse. La seconde branche du test consiste ensuite à s'assurer que la mesure de défense mise en œuvre soit proportionnée à la menace<sup>2163</sup>. Contrairement au droit commun, ce sera aux dirigeants de démontrer qu'ils ont agi de manière conforme à ce test<sup>2164</sup>. En ce qui concerne la première branche du test<sup>2165</sup>, les juges ont donné une liste d'exemples d'une telle menace<sup>2166</sup>. Il s'agit principalement du risque que l'offre fait peser sur une opportunité stratégique, d'un traitement inégal des actionnaires pouvant bouleverser le processus de l'offre et enfin le risque que les actionnaires acceptent l'offre pour des raisons ne tenant pas intrinsèquement à cette dernière. Cette jurisprudence fût ensuite précisée dans l'arrêt *Van Gorkom*<sup>2167</sup>. Dans cet arrêt la responsabilité des dirigeants a été retenue, la cour relevant quatre indices. Tout d'abord, ils n'avaient pas fait les diligences nécessaires pour analyser le projet proposé par l'initiateur. La mise en œuvre d'une mesure de défense ne doit pas se faire uniquement car la société est cible d'une offre. Ensuite, ils n'avaient pas demandé l'aide de conseils extérieurs, notamment de banquiers d'affaires, pour évaluer le bien fondé de la fusion. Enfin, les dirigeants n'analysèrent même pas l'accord de fusion qui avait été proposé. Cette évolution jurisprudentielle conduisit les sociétés américaines à adopter des procédures spécifiques dans de telles situations pour protéger les conseils d'administration souhaitant mettre en œuvre des mesures de défense<sup>2168</sup>.

---

<sup>2162</sup> *“En face de cette situation de conflit d'intérêt inhérente les administrateurs doivent montrer qu'ils ont des motifs raisonnables de croire qu'un danger pour l'organisation de l'entreprise existait du fait de la prise de participation d'une autre personne”.*

<sup>2163</sup> *“Un autre aspect dans la balance. Si une mesure de défense qui doit être prise dans le cadre de la business judgement rule, elle doit être raisonnablement en relation avec la menace posée. Cela implique une analyse par les administrateurs de la nature de l'offre publique et de ses effets sur la société”.*

<sup>2164</sup> Stephen Kenyon-Slade, *Ibid*, p.250.

<sup>2165</sup> Stephen Kenyon-Slade, *Ibid*., p.252.

<sup>2166</sup> *“Les exemples de tels problèmes peuvent inclure: l'inadéquation du prix offert, la nature et le timing de l'offre, les questions légales, l'impact sur les entités autres que les actionnaires (comme les créanciers, les employés et même la société en générale), le risque de non consommation, et la qualité des titres financiers offerts en échange. Bien que ce ne soit pas un facteur déterminant, il nous semble aussi que le conseil d'administration puisse raisonnablement considérer les intérêts fondamentaux des actionnaires en jeux, incluant ceux des spéculateurs de court-terme dont les actions peuvent avoir augmenté l'aspect coercitif de l'offre au détriment des investisseurs de long-terme”.*

<sup>2167</sup> Stephen Kenyon-Slade, *Ibid*. Smith v. Van Gorkom, 488 A2d 858 (1985).

<sup>2168</sup> Didier Poracchia et Didier Martin, Regard sur l'intérêt social, Rev. Soc., 2012, p.475, n°26.

**696.** L'introduction d'un régime équivalent pourrait être salutaire au niveau Européen. Un tel régime permet aux dirigeants en place de protéger les intérêts de la société cible sans pour autant être totalement permissif. Les dirigeants peuvent adopter une mesure de défense s'ils jugent que l'offre peut porter atteinte à la société. Cette dernière devra cependant être proportionnée. Dans le cas contraire, les dirigeants pourraient voir leur responsabilité engagée, ce qui sera suffisamment dissuasif pour qu'ils renoncent à toute mesure de défense anti-OPA illégitime. Ce système permet de ne pas combattre directement les actionnaires arbitragistes tout en donnant aux dirigeants la possibilité de s'opposer aux offres faisant peser une menace sur la société. Force est cependant de constater qu'il faudrait modifier en profondeur la directive européenne et, préalablement, faire prévaloir cette vision sur celle portée par le *Takeover Panel*. Bien que la directive doive bientôt rentrer en phase de révision, on ne peut, peut-être pour l'instant, trouver une doctrine favorable à un tel changement. Au contraire, le débat porte plus sur la nécessité d'avoir une harmonisation maximale et de maintenir, ou non, le système d'option<sup>2169</sup>. Il apparaît dès lors qu'il y ait peu de chances pour qu'une telle modification soit adoptée au niveau européen, et, dès lors, au niveau français.

## **B. Les réformes envisagées pour contenir le phénomène.**

**697.** Le phénomène de l'arbitrage prenant une ampleur de plus en plus importante, des projets de réformes ont été envisagés. Ces projets ne sont pas anodins pour le droit des offres publiques et peuvent poser des questions pour des raisons de cohérence juridique. Il s'agit de modifier le droit des offres publiques pour minimiser le rôle des actionnaires arbitragistes (1) et de chercher à priver ces derniers de droit de vote (2).

### **1. Les modifications envisagées.**

**698.** La doctrine anglaise avait émis deux propositions pour limiter le rôle de l'arbitrage financier dans le cadre des offres publiques. Elle avait ainsi proposé l'instauration

---

<sup>2169</sup> Pierre-Yves Chabert, Directive OPA : le chantier de la révision, RTDF, 2011, n°3, p.4 ; Benoît Lecourt, OPA : rapport de la Commission européenne sur l'application de la directive, Rev. Soc., 2012, p.663 ; Eddy Wymeersch, The Takeover Bid directive, light and darkness, RTDF, 2009, n°4, p. 79 ; Eddy Wymeersch, A New look at the Debate about the Takeover Directive, RTDF, 2012, n°2, p.78

d'une majorité qualifiée pour entériner le changement de contrôle de la société (a) ou une amélioration de la transparence dans le cadre des offres publiques (b).

a. L'instauration d'une majorité qualifiée.

**699. Créer un seuil de caducité à 75%.** Le rapport de la Chambre des Communes, suite à l'offre de Kraft, faisait état d'une réflexion du gouvernement Britannique sur la possibilité de changer la réglementation en place pour « *augmenter la majorité nécessaire pour sécuriser un changement de contrôle aux deux tiers* »<sup>2170</sup>. Le droit anglais des offres publiques connaît déjà la notion de seuil de caducité. Il s'agit d'un seuil, fixé en proportion du capital ou des droits de vote, qui doit être atteint par l'initiateur à l'issue de l'offre pour que celle-ci puisse se réaliser. Si le seuil est de 50% et que l'initiateur ne parvient pas à obtenir 50% des titres à la fin de la période d'offre, cette dernière est alors caduque et le règlement livraison n'a pas lieu. Cette condition existe tout d'abord dans le cadre de l'offre obligatoire. Cette dernière, une fois initiée, sera toujours conditionnée à l'obtention de plus de 50% des droits de vote de la société cible<sup>2171</sup>. Cette même condition existe pour les offres volontaires, ces dernières n'étant valides que si l'initiateur parvient à obtenir 50% du capital de la société cible<sup>2172</sup>. Cette condition permet de s'assurer que si l'offre réussie la nouvelle situation sera claire. L'initiateur détiendra plus de 50% des droits de vote de la société cible et sera donc en mesure d'imposer ses vues et d'en prendre le contrôle effectif. Cela permet d'éviter une situation dans laquelle, suite à l'offre publique, l'initiateur se retrouve avec une partie du capital de la société sans pour autant en détenir la majorité. Dans ce cas on pourrait avoir des dirigeants hostiles à ce nouvel actionnaire, soutenu par une partie de l'actionnariat, auquel cas la société ne serait guère gouvernable. En France, le débat se déplace, nous le verrons, sur la mise en place d'une réglementation pour lutter contre certaines offres manifestement sous valorisées<sup>2173</sup>. Au Royaume-Uni, le *Takeover Panel* souhaite surtout que l'initiateur obtienne

---

<sup>2170</sup> Government Response to the Business, Innovation and Skills Committee's Report on "Mergers Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Juillet 2010, p.24. Disponible sur internet (lien consulté le 15 février 2012): <http://www.official-documents.gov.uk/document/cm79/7915/7915.pdf>.

<sup>2171</sup> Rule 9.3.a du Takeover Code : « *Les offres faites sous la Rule 9 ne peuvent être uniquement conditionnées au fait que l'initiateur ait reçu des acceptations pour des actions qui, avec les actions acquises ou dont il s'est engagé à acquérir avant ou pendant l'offre, conduiront, avec toute personne agissant de concert, à ce qu'il détiennent plus de 50% des droits de vote* ».

<sup>2172</sup> Rule 10 of the Takeover Code on the Acceptance Condition.

<sup>2173</sup> Alain Pietrancosta et Hervé Pisani, Offres publiques : est-il opportun d'introduire un seuil de caducité automatique à 50% ?, JCP E, 2012, n°15, p.760.

le contrôle à l'issue de l'offre car cela signifiera qu'il a valorisé son offre en incluant la prime de contrôle dans ce prix. Si l'initiateur ne réussit pas à recueillir plus de la moitié du capital, ce sera parce que son offre n'incluait pas la prime de contrôle dans la valorisation, et donc que l'offre était mal valorisée. Le *Takeover Panel* exprima d'ailleurs clairement cette philosophie dans l'offre de BP sur Britoil<sup>2174</sup>, rajoutant que cela conforte aussi les actionnaires apportant leurs titres, le transfert des titres n'aura lieu que si l'actionnaire majoritaire obtient le contrôle de la société. Relevons qu'en pratique, les sociétés initiant des opérations sur le marché Londonien, prévoient des seuils de caducité à 90% du capital, ce qui les rapproche du seuil du retrait obligatoire et leur donne un contrôle total et effectif de la société cible. L'idée, pour neutraliser les actionnaires pratiquant l'arbitrage financier, était de faire passer ce seuil aux deux tiers des droits de vote de la société. Les arbitragistes auraient été moins à même d'influencer le destin de l'offre étant donné qu'il aurait nécessairement fallu que d'autres actionnaires apportent aussi leurs titres pour que cette dernière réussisse. Schématiquement, l'offre ne pourrait réussir dans de telles conditions que si les actionnaires de long terme la valident.

**700.** L'idée est séduisante mais appelle de nombreuses réserves sur le plan juridique<sup>2175</sup>. En premier lieu, cela ne pourrait avoir un effet que sur les offres hostiles. Si l'offre est approuvée par le conseil et qu'elle est correctement valorisée le niveau du seuil de renonciation importera peu étant donné que l'offre sera appelée à réussir. Il y a aussi d'un manque de cohérence juridique. La nomination des membres du conseil d'administration requiert une majorité simple, dès lors le contrôle de la société est détenu par l'investisseur ayant 50% des droits de vote. Nous verrons que cette remarque prend tout son sens en droit français. Il en va différemment en droit anglais étant donné que rien ne vient fixer un tel seuil dans la législation<sup>2176</sup>. A partir du moment où les sociétés sont libres de fixer ce seuil, un seuil de caducité au-dessus des 50% ne manquerait pas forcément de cohérence. On remarquera

---

<sup>2174</sup> The Takeover Panel, *The British Petroleum Company v. Britoil PLC*, 1987/32: "La raison de la Rule 10 est simple. Il s'agit de s'assurer que, lorsqu'une personne essaie de prendre le contrôle d'une société, la prime nécessaire pour obtenir le contrôle soit payée. Cela ne peut être fait que si 50% des actions avec droit de vote sont acquises. Dans ce cas, la majorité des actionnaires expriment leurs vues au prix approprié. De plus, les actionnaires ont le droit d'avoir l'assurance que, s'ils acceptant une offre, l'initiateur acquière leurs actions dans le cas où il acquiert plus de 50% des droits de vote et se voit transférer le contrôle. Une fois que cette position a été atteinte, le Code protège les autres actionnaires qui n'ont pas encore décidé d'accepter l'offre en requérant que l'initiateur laisse son offre ouverte encore 14 jours. La condition d'acceptation de la Rule 9 est faite pour sécuriser le même résultat pour une offre obligatoire, étant donné que la Rule 10 s'applique pour les offres volontaires".

<sup>2175</sup> Government Response to the Business, Innovation and Skills Committee's Report on "Mergers Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Juillet 2010, p.24. Disponible sur internet (lien consulté le 15 février 2012): <http://www.official-documents.gov.uk/document/cm79/7915/7915.pdf>.

<sup>2176</sup> Gower and Davies, *Principles of modern Company Law*, Eight Edition, Sweet & Maxwell, 14-10.

cependant que prendre le contrôle d'une société signifie aussi avoir le pouvoir de passer des résolutions en assemblée générale, or, dans ce cas, le seuil est bien de 50%<sup>2177</sup>. On peut donc s'interroger sur la cohérence d'un tel changement en droit anglais. Si un tel seuil devait être introduit, on peut se demander s'il est pertinent d'introduire ce seuil aux deux tiers, étant donné que la majorité qualifiée est fixée à 75% en droit anglais<sup>2178</sup>. Relevé ces incohérences, le *Code Committee* du *Takeover Panel* refusa d'augmenter le seuil au-dessus de 50% étant donné que cela créerait une forte incohérence avec les règles de fonctionnement des sociétés<sup>2179</sup>. Il relevait d'ailleurs trois exemples. Si l'initiateur réunissait plus de 50% du capital, mais moins que le nouveau seuil, quel qu'il soit, cela mettrait les dirigeants dans une situation intenable en pratique. Toujours dans ce cas de figure, les actionnaires se verraient être dans l'impossibilité de vendre leurs titres alors que le contrôle réel de la société serait virtuellement passé entre les mains de l'initiateur, ce qui indiquerait que son offre était bien valorisée. Pour cela, le *Code Committee* estima qu'une telle modification du seuil de caducité ne pourrait intervenir qu'après modification des majorités en droit des sociétés.

**701. La question du seuil de caducité.** Le débat sur l'introduction d'un seuil de caducité en France a été récemment relancé et suscite de vifs débats<sup>2180</sup>. L'AMF s'est prononcé pour l'instauration d'un seuil de caducité à 50%, pour toute offre volontaire ou obligatoire. Certains professionnels pensent que cela pourrait faire peser un risque sur l'attractivité de la place parisienne, surtout si le comité d'entreprises obtient un rôle accru en cas d'offre. Ce débat n'est pas nouveau et avait été initié par une consultation de l'AMF<sup>2181</sup>, ce dernier, différent du seuil de renonciation, permettrait d'avoir une situation claire à l'issue de l'offre<sup>2182</sup>. Le seuil proposé s'apprécierait en capital et en droit de vote « *dans une logique alternative et non cumulative* ». Après cette consultation, l'AMF décida de reporter

---

<sup>2177</sup> *Ibid*, 15-25. Section 282 Companies Act 2006 on Ordinary resolutions: "(1) Une résolution ordinaire d'un membre (ou les membres d'une classe) de la société signifie une résolution qui est votée à la majorité simple".

<sup>2178</sup> *Ibid*. Section 283 Companies Act 2006 on Special resolutions: "(1) Une résolution spéciale des membres (ou des membres d'une classe) ou une société signifie une résolution passée par une majorité de moins de 75%".

<sup>2179</sup> The Takeover Panel, Code Committee, Review of certain aspects of the regulation of takeover bids, 2010/22, n°4.3; Pour une critique des options retenues par le Code Committee: Michale R. Patrone, Sour Chocolate: The U.K Takeover Panel's Improper Reaction to Kraft's Acquisition of Cadbury, *International Law & Management Review*, Winter 2011, Volume 8, p.64.

<sup>2180</sup> Laurence Boisseau, La loi contre les opa hostiles suscite de très vives critiques, *Les Echos*, 1<sup>er</sup> mai 2013.

<sup>2181</sup> Autorité des Marchés Financiers, Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, 9 décembre 2011.

<sup>2182</sup> *Ibid*, « L'offre sera caduque de plein droit si ce seuil de détention n'est pas atteint à l'issue de l'offre. Le seuil de caducité proposé n'est pas exclusif du seuil de renonciation lequel peut toujours être libellé par l'initiateur s'il le souhaite. Avec un seuil de caducité de 50%, l'offre débouchera nécessairement sur une situation claire d'acquisition du contrôle de la société visée par l'initiateur : celui-ci ne pourra acquérir les actions visées qu'à condition que le taux d'apport lui octroie le contrôle de la cible. Ainsi, le résultat de l'offre sera sans ambiguïté pour le marché, pour la société visée et ses actionnaires ».

l'introduction d'un tel seuil de caducité<sup>2183</sup>. En l'absence de consensus, le Collège de l'AMF estima que la réflexion devait se poursuivre et notamment englober les offres volontaires et obligatoires<sup>2184</sup>. Le nouveau projet concerne ces deux types d'offres. Les partisans de l'introduction d'un tel seuil<sup>2185</sup> estiment que cela permet à un initiateur de ne pas payer le bon prix, de cependant acquérir moins de 50% du capital et de détenir ainsi le contrôle de fait de la société. Il s'agirait d'une prise de contrôle rampante déguisée, l'initiateur pouvant détenir moins de 50% du capital. Un tel seuil devrait aussi concerner les offres publiques obligatoires. Si ce n'était le cas, un initiateur pourrait franchir le seuil des 30%, lancer une offre publique sous-valorisée qui échouerait alors. Il pourrait ensuite grappiller le capital en prenant soin de respecter les 2% annuels et, après plusieurs années d'effort, obtenir le contrôle de la majorité du capital sans avoir lancé une offre correctement valorisée<sup>2186</sup>. Cette réforme ne pourrait voir logiquement le jour sans englober les offres obligatoires et avec une diminution de la vitesse d'acquisition annuelle liée à ce type d'offre (seuil fixé à 2% au-dessus des 30%)<sup>2187</sup>. Il est aussi souligné<sup>2188</sup> que cette mesure pourrait entraîner des effets pervers comme un risque de contournement s'il n'englobait pas les offres publiques obligatoires. Une doctrine autorisée souligne qu'il s'agit de répondre à quelques cas d'offres sous-valorisées<sup>2189</sup>. Une telle réponse pourrait apparaître disproportionnée vu le faible nombre de cas ces dernières années. Cela risquerait de décourager les offres hostiles, et donc le fonctionnement du *market for corporate control*, tout en privant les actionnaires minoritaires d'une liquidité supplémentaire. Surtout, ce type de prise de contrôle rampante est assez rare. L'AMF s'est à nouveau prononcé pour un tel seuil, à la fois dans les offres volontaires et obligatoires, et il semble qu'il pourrait être introduit à l'occasion de la prochaine réforme.

**702.** La question de l'introduction d'un seuil de caducité au-dessus de 50% poserait, à notre sens, les mêmes questions de cohérence juridique en France que celles posées en

---

<sup>2183</sup> Bénédicte François, Autorité des marchés financiers, Synthèse des réponses à la consultation publique du 9 décembre 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition, 24 avril 2012, Rev. Soc., 2012, p.462.

<sup>2184</sup> *Ibid.*

<sup>2185</sup> Didier Martin, Chronique / Public M&A – Offres publiques, L'affaire seloger.com, RTDF n°1/2, 2011, p.115 ; Didier Martin et Karine Angel, Régime des offres publiques : Pour l'introduction d'un seuil de caducité obligatoire ?, JCP G, n°48, 26 novembre 2012, p.2162.

<sup>2186</sup> Didier Martin et Karine Angel, *Ibid.*

<sup>2187</sup> Laurent Faugérolas, L'introduction d'un seuil de caducité automatique à 50% dans les offres volontaires : une fausse bonne idée ?, Bull. Joly Bourse, 2012, p.461.

<sup>2188</sup> Vanina Paolaggi et Guillaume Kessler, Offres publiques : un contrôle de plus en plus normé, Bull. Joly Bourse, 2012, p.483.

<sup>2189</sup> Alain Pietrancosta et Hervé Pisani, Offres publiques : est-il opportun d'introduire un seuil de caducité automatique de 50% ?, JCP G, 2012, n°15, p.760.

Grande-Bretagne. Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire<sup>2190</sup> dans laquelle la majorité est à 50% des voix des actionnaires présents ou représentés<sup>2191</sup>. Plus encore qu'en Grande-Bretagne, le contrôle de la société est lié au seuil des 50% des droits de vote. Cette analyse est confortée par la définition du contrôle retenu par le Code de Commerce dans son chapitre III « *Des filiales, des participations et des sociétés contrôlées* » de son Livre II. Une société est considérée en contrôler une autre si elle peut exercer la majorité des droits de vote lors des assemblées générales<sup>2192</sup>, si elle dispose de la majorité en vertu d'un accord<sup>2193</sup>, lorsqu'elle détermine en fait les décisions<sup>2194</sup> ou si elle dispose du pouvoir de nomination<sup>2195</sup>. Il apparaît que la notion de majorité en assemblée générale est intrinsèquement liée à la notion de contrôle. Dès lors, on voit difficilement comment un seuil de caducité pourrait être supérieur à celui de 50%, si ce dernier est introduit. A l'inverse, on s'aperçoit de la pertinence de l'introduction d'un tel seuil. L'ensemble des remarques de nécessaire cohérence juridique exprimées en droit anglais s'appliquent avec encore plus d'acuité à la situation française et viennent neutraliser tout seuil au dessus des 75%. De la même façon, bouleverser le droit des sociétés et modifier en profondeur l'institution en changeant les règles de majorité ne semble pas être une option envisageable.

#### b. L'abaissement du franchissement de seuil.

**703. Accroître la transparence sur le marché.** Dans le même cadre, une autre idée avait été émise, à savoir l'abaissement du franchissement de seuil en période d'offre pour améliorer la transparence sur le marché<sup>2196</sup>. Il s'agissait d'abaisser le seuil de déclaration, actuellement à 1% en période d'offre selon les règles du *Takeover Panel*, à 0,5% pour que les sociétés puissent « *voir qui est en train de constituer une participation à leur capital* ». La réglementation anglaise des offres publiques impose, à l'heure actuelle, une obligation de déclaration à tout investisseur venant à franchir le seuil de 1% du capital de l'une des sociétés

---

<sup>2190</sup> Article L.225-18 C. com.

<sup>2191</sup> Article L.225-98 alinéa 3 C. com.

<sup>2192</sup> Article L.233-3-I-1° C. com.

<sup>2193</sup> Article L.233-3-I-2° C. com.

<sup>2194</sup> Article L.233-3-I-3° C. com.

<sup>2195</sup> Article L.233-3-I-4° C. com.

<sup>2196</sup> Government Response to the Business, Innovation and Skills Committee's Report on "Mergers Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Juillet 2010, p.24. Disponible sur internet (lien consulté le 15 février 2012): <http://www.official-documents.gov.uk/document/cm79/7915/7915.pdf>.

impliquées<sup>2197</sup>. L'abaissement du seuil de déclaration lors des offres publiques permettrait d'avoir une meilleure connaissance du capital de la société. Elle permettrait donc de repérer la constitution de participations par les arbitragistes. Cela aurait pour vertu d'améliorer la transparence sur le marché pendant l'offre.

**704.** Cette proposition fût aussi reprise par le *Code Committee* qui l'a soumise à consultation. Il ressort de cette consultation et des conclusions de ces travaux qu'une telle modification n'apparaît pas nécessaire à l'heure actuelle. Les professionnels consultés relèvent principalement<sup>2198</sup> qu'un tel abaissement du seuil n'impliquerait pas forcément une plus grande transparence. Le nombre de déclarations augmenterait de manière extrêmement significative ce qui pourrait à l'inverse nuire à la transparence. La règle de déclaration des franchissements de seuils en période d'offre est donc restée inchangée Outre-Manche. On voit d'ailleurs difficilement en quoi une telle modification de ces règles pourrait être de nature à diminuer l'emprise de l'arbitrage financier sur le mécanisme des offres publiques.

**705. La législation française.** La réglementation française comprend aussi une réglementation spécifique<sup>2199</sup>. Doivent ainsi déclarer leurs opérations les personnes concernées par l'offre, qui ont déjà franchi le seuil des 5% du capital, que ce soit en actions ou en titres donnant accès au capital, et surtout l'ensemble des personnes qui ont augmenté leur participation de plus de 1% dans le capital de la société visée depuis le début de la période d'offre, ou de pré-offre. Tout arbitragiste venant à constituer une participation et franchissant 1% du capital devra déclarer sa position. Même si notre réglementation peut apparaître plus compliquée, il nous semble qu'elle produit les mêmes effets que celle en vigueur outre-manche. La question se pose donc dans les mêmes termes.

---

<sup>2197</sup> 8.3 Disclosure by persons with interests in securities representing 1% or more: "(a) Toute personne qui en temps voulu (...) est intéressé (directement ou indirectement) dans 1% ou plus de chaque classe des titres financiers) de chaque partie à l'offre (autre de l'offre en espèce) doivent faire une Opening Position Disclosure (...)".

<sup>2198</sup> The Takeover Panel, Code Committee, Review of certain aspects of the regulation of takeover bids, 2010/22, n°6.2.

<sup>2199</sup> Article 231-46 RGAMF : « I. - Les personnes ou entités suivantes doivent déclarer chaque jour à l'AMF les opérations qu'elles ont effectuées ayant pour effet ou susceptibles d'avoir pour effet de transférer la propriété des titres ou des droits de vote visés par l'offre, y compris les opérations sur les instruments financiers ou les accords ayant un effet économique similaire à la possession desdits titres :

1° Les personnes concernées par l'offre ; 2° Les personnes ou entités détenant seules ou de concert au moins 5 % du capital ou des droits de vote de la société visée ; 3° Les personnes ou entités détenant seules ou de concert au moins 5 % des titres visés par l'offre, autres que des actions ; 4° Les membres des organes d'administration, de surveillance ou de direction des personnes concernées par l'offre ; 5° Les personnes ou entités qui, seules ou de concert, depuis le début de la période d'offre ou, le cas échéant, de la période de pré-offre, ont accru leur détention d'au moins 1 % du capital de la société visée, ou d'au moins 1 % du total des titres visés autres que des actions, tant qu'elles détiennent cette quantité de titres ».

**706.** Il nous semble qu'une réponse identique doit être apportée à cette question. Le seuil de 1% est déjà relativement bas pour avoir une bonne connaissance du capital et des modifications qui interviennent. Les difficultés pratiques soulignées par le *Code Committee* du *Takeover Panel* nous semblent aussi présentes de ce côté-ci de la Manche. Surtout, il nous semble acquis que cette réglementation est nécessaire mais n'apporte pas une transparence parfaite. L'ensemble des investisseurs, particulièrement étrangers, par ignorance plus ou moins volontaire, ne se conforment pas à cette dernière en n'effectuant pas une déclaration à chaque fois. Une telle modification de la législation nous apparaît créer un formalisme trop important pour un effet nul.

## **2. La privation du droit de vote lors de l'assemblée générale.**

**707.** La principale proposition faite en la matière consiste à proposer de priver les actionnaires pratiquant l'arbitrage de droit de vote en se fondant sur un critère temporel (a), cette proposition paraît juridiquement acceptable et peut être une solution pour rétablir l'égalité (b).

### **a. Réserver le droit de vote aux actionnaires de long-terme.**

**708. Une privation pour les nouveaux actionnaires.** La proposition la plus radicale formulée lors des réflexions anglaises sur ce phénomène fût certainement celle consistant à demander à ce que les actionnaires arbitragistes soient privés du droit de vote. On proposait ainsi de ne conférer le droit de vote en assemblée générale qu'aux actionnaires qui détenaient leurs actions depuis au moins un an avant la date de l'offre<sup>2200</sup>. L'objet d'une telle mesure était de s'assurer que ne participeraient à l'assemblée générale (nous supposons qu'il s'agit de celle réunie en cours d'offre pour approuver les mesures de défense) que les actionnaires ayant démontré qu'ils s'intéressaient au développement à long-terme de la société. Le critère

---

<sup>2200</sup> Business, Innovation and Skills Committee's Report on "Mergers Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Juillet 2010, p.24. Disponible sur internet (lien consulté le 15 février 2012): <http://www.official-documents.gov.uk/document/cm79/7915/7915.pdf>.

retenu étant ici un critère temporel de détention des titres. Il s'agit d'une solution particulièrement radicale.

**709.** Cette proposition fût accueillie avec un profond scepticisme en Grande-Bretagne. La première objection tient dans le fait que le droit anglais offre déjà aux sociétés la possibilité de privilégier les actionnaires présents depuis une certaine période au capital. Cependant, probablement pour des raisons culturelles, ces sociétés n'ont pas recours à ces mécanismes<sup>2201</sup>. On peut se demander si c'est au législateur d'intervenir et d'imposer une telle limitation du droit de vote des actionnaires. Un refus net et catégorique fût aussi apporté par le *Code Committee* du Takeover Panel<sup>2202</sup>. Lors de la consultation, l'ensemble des réponses furent unanimes pour refuser toute introduction d'une période de qualification conférant le droit de vote à l'actionnaire ainsi qu'à toute pondération du droit de vote de l'actionnaire en fonction de sa période de détention des actions. En premier lieu, ce principe viendrait violer le principe de proportionnalité du capital et des droits de vote. Il s'agirait aussi d'une atteinte significative aux droits des actionnaires. Enfin, cela contreviendrait au principe cardinal du *Takeover Code* qui est l'unicité de traitement des actionnaires dans des situations identiques<sup>2203</sup>. Il s'agit donc d'un refus catégorique fondé, relevons-le, sur des raisons culturelles. Cette réponse est complétée par une remarque sur la cohérence juridique d'une telle mesure. Il apparaît incohérent de réserver de telles périodes de qualification uniquement à l'actionnaire en période d'offre publique. Le *Code Committee* relève que si de telles périodes étaient introduites en droit général des sociétés il serait alors envisageable de l'introduire dans le cadre des offres publiques<sup>2204</sup>. Cela reviendrait à modifier l'intégralité du droit des sociétés et à changer la nature de la notion d'actionnaire uniquement pour régler quelques situations.

**710. Une obligation de détention.** On pourrait aussi, et cela n'a pas été envisagé dans le débat anglais, créer une obligation de détention pour les actionnaires votant en assemblée générale. Concrètement tout actionnaire votant lors de l'assemblée générale pour approuver la mise en place de mesures de défense devrait ensuite détenir ses titres pendant une certaine période de temps. L'idée sous-tendant une telle mesure serait d'être certain que ces

---

<sup>2201</sup> *Ibid.*

<sup>2202</sup> The Takeover Panel, Code Committee, Review of certain aspects of the regulation of takeover bids, 2010/22, n°4.5.

<sup>2203</sup> General Principle 1 of the Takeover Code: "Tous les détenteurs de titres financiers d'une société cible de la même classe doivent se voir assurer un traitement équivalent; de plus, si une personne acquiert le contrôle de la société, les autres détenteurs de titres financiers doivent être protégés".

<sup>2204</sup> *Ibid.*, n°4.5.

actionnaires, qui décident du destin de la société, en supportent les conséquences et soient contraints d'analyser l'offre dans toutes ses dimensions. Relevons tout d'abord qu'une telle obligation demanderait d'imposer une période de détention pendant au moins plusieurs mois. Les conséquences, bénéfiques ou négatives, d'une offre interviennent sur le long-terme. Il faudrait alors cristalliser cet actionnariat pendant une telle période. L'avantage d'une telle obligation est double. Elle ne porte que moyennement atteinte aux droits des actionnaires car ces derniers sont toujours libres de ne pas voter s'ils ne souhaitent pas se voir imposer une telle obligation de détention. Elle laisse aussi libres les actionnaires d'intervenir sur le marché pendant la période d'offre en pouvant se prononcer sur le destin de la société.

**711.** Une telle obligation de détention ne nous semble cependant pas envisageable. On peut déjà reprendre les remarques du *Takeover Panel* précédemment évoquées. Ensuite, il n'est absolument pas acquis qu'elle change quoi que ce soit à l'influence de l'arbitrage financier sur l'offre publique. Les arbitragistes souhaitant voir l'offre réussir pour réaliser leurs plus-values sur le risque voteront en faveur des mesures de défense. Cette volonté, couplée à la faible participation traditionnelle en assemblée générale, conduit, en pratique, à écarter cette proposition. Relevons aussi qu'une telle obligation fait difficilement sens juridiquement. Si l'offre réussit et que les actionnaires voient racheter leurs titres, ils ne détiendront plus ces derniers, et cette obligation ne présentera plus aucun intérêt juridique. De même, si l'offre réussit et que l'échange de titres a lieu, il en va de même et rien ne permet, sauf à la rigueur la loi, de transférer juridiquement cette obligation de détention aux titres détenus. Dès lors, l'obligation ne s'imposera que si la société cible reste indépendante à l'issue de l'offre publique.. Relevons enfin qu'en pratique une telle obligation de détention n'est pas acceptable. Elle conduit à neutraliser la liquidité sur le marché pendant une durée de temps importante en empêchant les actionnaires de vendre leurs titres. On peut d'ailleurs se demander s'il existerait une sanction adaptée à la violation de cette obligation.

#### b. Les risques juridiques.

**712. La validité juridique d'un tel dispositif.** Un tel dispositif pourrait contrevenir à deux principes constitutionnels essentiels. Le premier est la protection du droit de

propriété<sup>2205</sup>. De l'avis de plusieurs professionnels une telle privation des droits de vote aurait de forte chance d'être déclarée inconstitutionnelle. Cela ne nous paraît pas acquis. Le Conseil Constitutionnel reconnaît que le droit de propriété est présent dans la constitution<sup>2206</sup>, qu'il a pleine et entière valeur constitutionnelle<sup>2207</sup> et qu'il est l'un des fondements de la République. Cette protection vise le droit lui-même et pas forcément son contenu, ainsi des atteintes peuvent y être portées et considérées comme compatibles avec la constitution tant que l'on ne vient pas priver la personne de sa propriété. Ces atteintes ne doivent cependant pas venir dénaturer le droit de propriété<sup>2208</sup>. La loi ne peut pas comporter des « *limitations directes au droit de disposer* ». On pourrait dès lors estimer que priver les actions de leur droit de vote constitue une atteinte au droit de propriété. Le Conseil Constitutionnel en a cependant déjà jugé autrement<sup>2209</sup>. Il a jugé que les actionnaires conservaient la propriété des titres, qu'ils bénéficiaient toujours d'un droit sur les bénéfices sociaux et conservaient leurs droits en cas de liquidation de la société. La privation prévue par cette loi était limitée uniquement à la

---

<sup>2205</sup> Note d'information du Conseil Constitutionnel, Quelques éléments sur le droit de propriété. [http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank\\_mm/pdf/Conseil/propriet.pdf](http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank_mm/pdf/Conseil/propriet.pdf). Lien consulté le 18 février 2013.

<sup>2206</sup> Article 2 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen de 1789 : « *Le but de toute association politique est la conservation des droits naturels et imprescriptibles de l'Homme. Ces droits sont la liberté, la propriété, la sûreté, et la résistance à l'oppression* » ; Article 17 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen de 1789 : « *La propriété étant un droit inviolable et sacré, nul ne peut en être privé, si ce n'est lorsque la nécessité publique, légalement constatée, l'exige évidemment, et sous la condition d'une juste et préalable indemnité* ».

<sup>2207</sup> Conseil Constitutionnel, Décision n°81-132 DC, Loi de Nationalisation, 16 janvier 1982 : « *Considérant que si, postérieurement à 1789 et jusqu'à nos jours, les finalités et les conditions d'exercice du droit de propriété ont subi une évolution caractérisée à la fois par une notable extension de son champ d'application à des domaines individuels nouveaux et par des limitations exigées par l'intérêt général, les principes mêmes énoncés par la Déclaration des droits de l'homme ont pleine valeur constitutionnelle tant en ce qui concerne le caractère fondamental du droit de propriété dont la conservation constitue l'un des buts de la société politique et qui est mis au même rang que la liberté, la sûreté et la résistance à l'oppression, qu'en ce qui concerne les garanties données aux titulaires de ce droit et les prérogatives de la puissance publique ; que la liberté qui, aux termes de l'article 4 de la Déclaration, consiste à pouvoir faire tout ce qui ne nuit pas à autrui, ne saurait elle-même être préservée si des restrictions arbitraires ou abusives étaient apportées à la liberté d'entreprendre* ».

<sup>2208</sup> Conseil Constitutionnel, Décision n°96-737 DC, Loi organique portant statut d'autonomie de la Polynésie française, 9 avril 1996 : « (...) *que ces autorisations, requises sous peine de nullité des opérations de cession en cause, comportent des limitations directes au droit de disposer, attribut essentiel du droit de propriété ; que de telles limitations revêtent un caractère de gravité telle que l'atteinte au droit de propriété qui en résulte dénature le sens et la portée de ce droit garanti par l'article 17 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen ; (...)* ».

<sup>2209</sup> Conseil Constitutionnel, Décision n°83-162 DC, Loi relative à la démocratisation du secteur public, 20 juillet 1983 : « *Considérant que les actionnaires des sociétés commerciales entrant dans le champ d'application de la loi présentement examinée conservent la propriété de leurs actions, qui ne sont frappées d'aucune indisponibilité, ainsi que le droit au partage des bénéfices sociaux* et, éventuellement, les droits qui naîtraient pour eux de la liquidation de la société dont ils sont actionnaires ; *que la restriction apportée à leur droit de vote ne concerne que la désignation de certains des dirigeants sociaux ; que, d'ailleurs, les règles du droit des sociétés relatives à la protection des actionnaires minoritaires contre les abus de majorité demeurent applicables ; qu'ainsi les dispositions des articles 5 et 6 de la loi présentement examinée relatives à la représentation des salariés dans les conseils d'administration ou de surveillance n'opèrent aucune privation de propriété qui tomberait sous le coup de l'article 17 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen, qui n'implique nullement que les lois ne puissent restreindre l'exercice du droit de propriété sans une indemnisation corrélative ; (...)* »

désignation des mandataires sociaux (il s'agissait des représentants des salariés) et que les règles de l'abus de majorité étaient toujours présentes. Il ne s'agissait donc pas d'une atteinte au droit de propriété de nature à être déclarée inconstitutionnelle. Une privation des droits de vote lors de l'assemblée générale réunie en cours d'offre pourrait, à notre sens, ne pas se voir valablement reprocher le grief de l'inconstitutionnalité. Tout d'abord, les actionnaires garderaient leurs droits économiques. Surtout, cette privation serait limitée à un cas extrêmement précis et n'est pas de nature de facto à priver l'actionnaire de son droit de propriété, elle répondrait donc aux critères fixés par le conseil constitutionnel.

**713.** Un second risque d'inconstitutionnalité pourrait résider dans la liberté d'entreprendre<sup>2210</sup>. Sa protection constitutionnelle provient de la même décision que celle reconnaissant le droit de propriété<sup>2211</sup>. Il s'agit plus précisément de « *pouvoir faire tout ce qui ne nuit pas à autrui* ». Le législateur reste cependant en mesure d'y apporter des « *limitations exigées par l'intérêt général à la condition que celles-ci n'aient pas pour conséquence d'en dénaturer la portée* » car cette liberté « *n'est ni générale, ni absolue* »<sup>2212</sup>. Le Conseil Constitutionnel évolua sur sa formulation en reconnaissant qu'une telle limitation pourra être apportée : « *Considérant, d'une part, qu'il est loisible au législateur d'apporter à la liberté d'entreprendre qui découle de l'article 4 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789, les limitations justifiées par l'intérêt général ou liées à des exigences constitutionnelles, à la condition que les dites limitations n'aient pas pour conséquence d'en dénaturer la portée ; (...)* »<sup>2213</sup>. Cette formulation entraînera une censure, le législateur imposant une autorisation administrative pour le changement de destination de locaux, même s'il s'agissait bien d'une question d'intérêt général<sup>2214</sup>. Enfin, dans une dernière formulation, les limitations doivent être « *liées à des exigences constitutionnelles ou justifiées par l'intérêt général, à la condition qu'il n'en résulte pas d'atteintes disproportionnées au regard de l'objectif poursuivi (...)* »<sup>2215</sup>. Il ne nous semble pas qu'en l'espèce une privation des droits de vote porterait une telle atteinte étant donné que l'objectif de réserver le destin de la société à

---

<sup>2210</sup> Note d'information du Conseil Constitutionnel, La liberté d'entreprendre. [http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank\\_mm/pdf/Conseil/libent.pdf](http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank_mm/pdf/Conseil/libent.pdf). Lien consulté le 18 février 2013.

<sup>2211</sup> Conseil Constitutionnel, Décision n°81-132 DC, Loi de Nationalisation, 16 janvier 1982 : « (...) que la liberté qui, aux termes de l'article 4 de la Déclaration, consiste à pouvoir faire tout ce qui ne nuit pas à autrui, ne saurait elle-même être préservée si des restrictions arbitraires ou abusives étaient apportées à la liberté d'entreprendre ».

<sup>2212</sup> Décision n°89-254 DC, Loi modifiant la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités d'application des privatisations, 4 juillet 1989.

<sup>2213</sup> Décision n°99-423 DC, Loi relative à la réduction négociée du temps de travail, 13 janvier 2000.

<sup>2214</sup> Décision n°2000-436 DC, Loi relative à la solidarité et au renouvellement urbain, 7 décembre 2000.

<sup>2215</sup> Décision n°2004-439 DC, Loi relative à l'archéologie préventive, 16 janvier 2001.

des actionnaires ayant une vision de long-terme relève de l'intérêt général et que cette atteinte serait proportionnée et parfaitement limitée. Aux vues de cette jurisprudence du conseil constitutionnel, il ne nous semble pas qu'un risque d'inconstitutionnalité majeur pèse sur de telles mesures si elles devaient être mises en œuvre.

**714. Le critère temporel.** Il nous semble surtout que le critère retenu n'est pas exempt de tout défaut. Le critère temporel de l'entrée au capital peut apparaître comme étant trop partial. Il revient à geler le marché pendant toute une période de temps en partant du principe que les nouveaux actionnaires n'ont pas fait la preuve de leur volonté de développer une vision de long terme pour la société. Il s'agit d'un renversement de la charge de la preuve, l'actionnaire devant démontrer qu'il a bien une vision à long terme en détenant ses titres pendant une certaine période. On peine cependant à distinguer un critère plus pertinent. Ce critère devrait être en mesure d'identifier précisément les actionnaires dont il apparaît nécessaire de restreindre les droits politiques. Il ne s'agit pas de priver tous les actionnaires de leurs droits de vote en ne souhaitant neutraliser qu'une certaine catégorie. En l'absence d'un tel critère, le critère temporel semble être le seul à permettre de rééquilibrer le débat pendant l'offre publique en permettant d'exclure les actionnaires rentrant au moment de l'offre. Il permet d'éviter que des actionnaires cherchent à abuser de la protection offerte par le principe d'égalité.

**715. Conclusion du Chapitre.** L'évolution des comportements constitue un changement majeur dans les offres publiques qui vient en bouleverser les fondements. Alors que le législateur attend un actionnaire investit et prenant plusieurs critères pour faire son choix, il se retrouve face à des investisseurs ne portant que peu d'attention à la complexe réalité qu'est la société. Ce constat, et cette fragmentation de l'actionnariat, rejoint parfaitement celui déjà posé par le Professeur Lucas lorsqu'il distinguait entre les véritables associés et les bailleurs de fonds. Certes, cette distinction, et ces termes, avaient été faits à l'occasion d'une affaire bien précise de portage. Elle rejoint néanmoins le constat que l'ensemble des actionnaires ne peut être traité de la même manière car leurs comportements sont différents. Le droit se doit de reconnaître ces différences pour que la législation reste cohérente par rapport aux objectifs recherchés. Etant donné que le droit des offres publiques est fondé sur le principe d'égalité entre les actionnaires, l'absence de prise en compte de l'arbitrage vient poser un problème de cohérence. Un actionnaire répondant à la vision du législateur aura le même degré de protection qu'un actionnaire arbitragiste. Les actionnaires pratiquant l'arbitrage financier abusent dans un certain sens de ce principe d'égalité en en

bénéficiant sans pour autant remplir le rôle qui leur est dévolu. On peut alors légitimement envisager des mesures coercitives à leur égard pour rétablir l'égalité entre les actionnaires et préserver les intérêts de la société. Deux voies peuvent être envisagées. La première consiste à redonner des pouvoirs aux dirigeants. Remettre en cause l'obligation de passivité paraît difficile à l'heure actuelle. On peut cependant parfaitement préciser le cadre de cette dernière afin de sécuriser l'intervention du conseil d'administration si ce dernier décide de s'opposer à une offre qu'il juge inopportune. On peut aussi renforcer la mise en place de mesures de défense préventive avec les bons d'offre. Cette voie permet de préserver la légitimité des actionnaires tout en donnant au conseil d'administration toutes les armes nécessaires pour se défendre contre une offre pouvant porter atteinte aux intérêts de la société. Une dernière mesure peut consister à priver de voix les actionnaires ne se comportant pas comme des actionnaires investis. On peut légitimement estimer que ces actionnaires ne doivent pas avoir à se prononcer sur les mesures de défenses pouvant être mises en œuvre pendant l'offre étant donné qu'ils ne s'intéressent pas au destin de long-terme de la société.

## Conclusion générale

**716.** Les offres publiques d'achat apparaissent comme des moments particuliers dans la vie des sociétés. Le succès d'une offre entraîne des changements profonds pour la société avec l'arrivée d'un nouvel actionnaire. La décision que prend l'actionnaire d'apporter, ou non, ses titres à l'offre revêt une importance cruciale pour l'avenir de la société. L'actionnaire, justement, a été désigné comme étant le seul arbitre légitime par le législateur européen. Ce dernier a arbitré l'éternel débat sur le point de savoir si les dirigeants doivent être en mesure de protéger la société contre une offre qui pourrait être contraire à l'intérêt social de cette dernière ou si l'actionnaire devait, en toute circonstance, être en mesure de choisir. Cet actionnaire va donc avoir le pouvoir de décider de l'avenir de la société. Il existe cependant une très grande diversité de comportement pouvant être adoptée par les actionnaires. D'un côté, certains actionnaires vont être extrêmement impliqués dans la vie de la société et seront très attentifs à l'offre qui leur est faite. Ces actionnaires chercheront bien entendu à générer un retour sur leur investissement. Ils seront attentifs à ce que ce retour se fasse par une création de valeur à long-terme et pas seulement avec une plus-value immédiate. Ces actionnaires s'engageront pleinement dans le processus de l'offre. Ils chercheront à favoriser sa réussite si elle leur paraît pertinente ou s'y opposeront si l'offre est sous-évaluée ou pourrait conduire à une destruction de valeur. Dans les cas les plus extrêmes ces actionnaires pourront même être à l'origine de l'offre, non en l'initiant, mais en contestant la stratégie de la société et en faisant clairement appel à son rachat par d'autres acteurs. Ces actionnaires apparaissent dès lors comme étant pleinement impliqués dans la vie sociale de cette dernière. Ils répondent parfaitement à la vision qu'a le législateur de l'actionnaire, analysant l'offre en profondeur et se prononçant sur ses mérites en prenant en compte l'ensemble des critères. Les résultats financiers qu'ils génèrent sont aussi extrêmement positifs et viennent profiter à l'ensemble des actionnaires. La même conclusion ne s'applique pas à l'ensemble des actionnaires. D'autres vont apparaître comme étant moins impliqués dans la vie de la société et moins soucieux de son avenir. Il s'agit des actionnaires ayant une vision de court-terme. Ces derniers ne seront présents au capital de la société que dans le but de réaliser une plus-value financière et ne prêteront que peu d'importance à son avenir. Il sera cependant difficile de les dissocier des actionnaires s'impliquant pleinement dans la vie de la société étant donné qu'ils utiliseront souvent des techniques en commun, comme la dissociation du capital et du pouvoir pour exercer des droits de vote sans avoir à supporter le risque économique. A priori, rien ne

peut être reproché à ces actionnaires. Dès lors qu'ils détiennent les titres en période d'offre publique ils auront toute légitimité pour accepter ou refuser cette offre. Le législateur ayant choisi de placer les actionnaires au cœur de l'offre publique la pratique de l'arbitrage financier ne sera pas critiquable en soi. Il apparaît que ces actionnaires auront toute liberté pour faire ce qu'ils souhaitent de leurs titres. Ces actionnaires de court-terme ne répondent cependant pas à la définition du législateur. Ce dernier s'est toujours refusé à clairement définir ce qu'était un actionnaire. A fortiori, il s'est encore plus refusé à édicter le comportement que doit adopter un actionnaire en période d'offre. L'étude de la législation en la matière permet cependant d'affirmer que le législateur a une vision du rôle de l'actionnaire pendant les offres publiques. Il attend de ce dernier qu'il prenne en compte une pluralité de critères pour se prononcer sur le bien-fondé de l'offre qui lui est faite. La jurisprudence estime même que les dirigeants d'une société sont à même de contrer une offre contraire à l'intérêt social de cette dernière. Le législateur est soucieux du développement à long-terme de la société. Il apparaît que les actionnaires de court-terme ne correspondent pas à cette vision en cherchant à jouer sur l'écart de cours mais en ne prenant aucunement en compte les autres critères. Cette évolution vient déstabiliser en profondeur les offres publiques étant donné que ces actionnaires bénéficieront de la protection découlant du principe d'égalité sans pour autant s'investir pleinement dans le choix portant sur l'avenir de la société. On peut dès lors estimer qu'il y a un abus dans l'utilisation de ce principe.

717. Cette situation appelle des correctifs. Le premier aurait été l'émergence d'une obligation de loyauté pour l'actionnaire pendant les offres publiques. Le droit anglais y a recours pour encadrer certaines opérations. La loyauté reste cependant un concept délicat à déterminer et la mise en œuvre d'une telle obligation rencontrerait de grandes difficultés en pratique. Les autres évolutions pouvant pallier ce problème consistent dans une modification du droit actuel. La première serait de redonner le pouvoir au conseil d'administration de neutraliser une offre qui serait contraire à l'intérêt social de la société. Ainsi, une telle offre ne pourrait prospérer et une offre acceptée par les actionnaires serait forcément pertinente pour la société avec un horizon de long-terme. On pourrait y parvenir par deux moyens. Le premier serait de réhabiliter le conseil d'administration en lui conférant à nouveau les moyens de contrer une offre. L'autre serait une évolution pratique du mécanisme des bons d'offres. Ces derniers pourraient être structurés de manière à n'être utilisés que lors d'une offre qui serait manifestement contraire à l'intérêt social. On pourrait aussi limiter leur impact en termes de dilution pour les rendre plus facilement acceptables. L'autre voie serait de priver les

actionnaires de court-terme de droit de vote, tout particulièrement pendant l'assemblée générale réunie en cours d'offre. Cela permettrait de s'assurer qu'ils ne joueraient pas un rôle déterminant si l'offre est critiquée. Le critère temporel n'est pas forcément le plus pertinent et une telle réforme viendrait bouleverser en profondeur le droit des offres publiques mais il s'agit du plus efficient à l'heure actuelle.

**718.** Ces constatations doivent amener une évolution dans la définition de l'actionnaire. La définition actuelle voit un actionnaire dans toute personne détenant les titres d'une société par actions. Cette définition simple ne correspond plus à la réalité que nous avons décrite. Ce critère ne permet pas de distinction entre les différents comportements que peuvent adopter les actionnaires. Or, ces comportements seront très variés et pourront avoir de conséquences extrêmement différentes. La question, qui transcende le droit des offres publiques, est dès lors de se demander si cette définition de l'actionnaire, fondée sur le seul droit de propriété, est toujours la bonne ? Vu l'évolution de la pratique, il nous semble qu'il faille s'orienter vers une évolution de cette définition. Une première évolution pourrait être une catégorisation avec des droits différents pour les actionnaires en fonction de leur implication dans la vie de la société. Tous conserveraient le nom d'actionnaires mais tous n'auraient pas les mêmes droits (comme celui de voter en assemblée générale) et les mêmes devoirs (dont celui de contrôler l'action des dirigeants de la société). Une autre forme d'évolution pourrait être de ne réserver le terme d'actionnaire, et les droits qui lui sont attachés, qu'à certains investisseurs et non à tout propriétaire de titres de la société. La qualité d'actionnaire pourrait par exemple s'acquérir après une période de stage de quelques mois. Le critère temporel n'est pas forcément le seul critère pertinent et d'autres critères pourraient être trouvés. Il ne s'agit pas tant de discriminer certains actionnaires mais de s'assurer que la réalité juridique corresponde bien à la réalité pratique. Si l'on peut légitimement estimer que le juridique ne doit pas systématiquement et obligatoirement accompagner une évolution pratique, dans ce cas précis ce serait redonner cohérence à cette réalité légale que de reconnaître que la définition de l'actionnaire peut et doit évoluer.

Distinguer entre les actionnaires en fonction de leurs investissements serait alors rejoindre la distinction de l'Ecclésiaste : *« Celui qui aime l'argent n'est pas rassasié par l'argent, et celui qui aime les richesses n'en profite pas. C'est encore là une vanité. Quand le bien abonde, ceux qui le mangent abondent ; et quel avantage en revient-il à son possesseur,*

*sinon qu'il le voit de ses yeux ? Le sommeil du travailleur est doux qu'il ait peu ou beaucoup à manger ; mais le rassasiement du riche ne le laisse pas dormir »<sup>2216</sup>.*

---

<sup>2216</sup> Ecclésiaste, 5, 9.

## Bibliographie indicative

### 1. Articles de doctrine.

#### a. Articles en langue française.

ANSA n°10-067, décembre 2010

ANSA, Défenses anti-OPA : le nouveau régime, 2006-V, n°06-061

ANSA, Comité juridique du 9 novembre 2011, 2011-V, Assimilation du mandataire à l'actionnaire pour les déclarations de franchissements de seuils en cas de sollicitation de mandats, n°11-063

ANSA, Comité juridique n°11-012 du 2 février 2011

ANSA, Comité juridique du 4 avril 2012, 2012-III, Sanction du défaut de déclaration des franchissements de seuils et OPA obligatoire, n°12-028

ANSA, Comité juridique du 4 avril 2012, 2012-III, n°12-026

C. Arsouze, Bull. Joly Bourse, 2007, n°31, p.213

C. Baj, Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage, RD bancaire et fin., Mai-Juin 2008, n°10, p.10

J. Bejot, Le contrôle des investissements étrangers en France, Réflexions sur une réglementation partiellement inachevée, RTDF n°4, 2011, p.143

A. Berdou, Mieux encadrer « l'empty voting », Dr. sociétés, 2011, n°11, p.3

JM. de Bermond de Vaulx, Le spectre de l'affectio societatis, JCP E, 1994, I, 346

JP. Bertrel, Liberté contractuelle et sociétés – Essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés, RTD Com. 1996, p.595, n°50

JP. Bertrel, B. Field, C. Neuville, I. Vezinet, P. Bezard, L'intérêt social, dr. et patr., Avril 1997, p.42 et suivantes

JF. Biard, Proposition de loi relative au régime des prêts emprunts de titres, RD bancaire et fin., n°4, Juillet 2010, commentaire 155

JF. Biard, Fonds souverains, RD bancaire et fin., n°4, juillet 2008, comm. 124

JF. Biard, Présentation du nouveau régime des offres publiques et de l'action de concert, RD bancaire et fin., n°6, Novembre 2010, Comm. 229

JF. Biard, Action de concert et non-conformité d'une offre publique, RD bancaire et fin., n°5, Septembre 2008, dossier 29

P. Bissara, L'intérêt social, Rev. Soc., Janvier-Mars 1999, p.5

H. Blanc-Jouvan et MF. Rautou, Instruments financiers à terme et obligations déclaratives au titre de l'article L.233-11 du Code de commerce, RTDF, 2009, n°1/2, p.59

N. Bombrun et F. Moulin, Défenses anti-OPA : le point après la loi « OPA » du 31 mars 2006, RTDF, 2006, n°1, p.19

- D. Bompont, Les assemblées générales d'actionnaires servent t-elles encore à quelque chose ?, 2011, RTDF n°3, p.32
- D. Bompont, Modification des règles de déclaration des franchissements de seuil et des intentions, RD bancaire et fin., n°2, Mars 2009, comm.74
- D. Bompont, Reclassement au sein d'un groupe familial et contrôle préalable, RD bancaire et fin., 2011, comm n°69
- D. Bompont, L'action de concert à l'âge de la majorité, RTDF n°2, 2008, p.27, Colloque « Actualité Boursière » du jeudi 3 avril 2008
- D. Bompont et S. Torck, Les offres publiques : perte de contrôle en vue, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> février 2011, n°2, p.138
- D. Bompont, Reste-t-il des éléments constitutifs au manquement d'initié, Bull. Joly Bourse, 2008, n°6, p.471
- T. Bonneau, Aléa moral et régulation financière, Bull. Joly Bourse, Décembre 2012, p.526
- T. Bonneau, Les prises de contrôle rampante rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> avril 2011, n°4, p.257
- T. Bonneau, Dark pools et dark orders, RD bancaire et fin., 2011, n°6, comm. 212
- T. Bonneau, La réforme de la MIF dans les projets de texte du 20 octobre 2011, RTDF n°1, 2012, p.12
- T. Bonneau, Commentaire de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière : JCP E 2010, n°1957
- T. Bonneau, Offres publiques d'acquisition, RD bancaire et fin., n°6, Novembre 2008, comm.189
- T. Bonneau, Crise financière : l'AMF hors la loi... pour la bonne cause, RD bancaire et fin., n°5, Septembre 2008, repère 12
- T. Bonneau, La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, JCP G, 2006, n°17, p.837
- E. Bouvier et B. Bréhier, Eclairage – Franchissements de seuils : calcul des instruments dérivés à dénouement monétaire, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> septembre 2012, n°9, p.238
- Bouloc, Dévoiement de l'abus de biens sociaux, RJ. Com. 1995.301
- B. Bréhier et P. Guérin, Un peu de lumière sur les dark pools, Bull. Joly Bourse, 2009, n°6, p.456
- AX. Briatte, Exercice du droit de vote, activisme en assemblée générale et cession temporaire des titres, LPA, 2006, 155, p.4
- T. Brocas, L'action de concert ou comment qualifier une action de concert dans une commandite, JCP G 2011, n°6, p.159
- Brouillaud, Faut-il supprimer la notion d'intérêt personnel dans la définition de l'abus de biens sociaux, D.2008 Chron. 375
- A. Caillemer du Ferrage et Qian Hu, La réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRBF, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2011, p.103
- PY. Chabert, Directive OPA : le chantier de la révision, RTDF, 2011, n°3, p.4
- C. Clerc, Les bons d'offre, Bull. Joly Bourse, 2006, p.345

C. Clerc, Prêt de titres et opérations assimilées : la question du vote à vide, 2008, RTDF n°2, p.12

C. Clerc, Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA, RTDF, 2006, n°1, p.27

PH. Conac, Les bons de souscription d'actions « Plavix » et les principes généraux des offres publiques, Rev. Soc., 2005, p.321

PH. Conac, Recommandation AMF n°2012-05, Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, publiée le 2 juillet 2012, Rev. Soc., 2012, p.596

PH. Conac, Franchissement de seuils, Rèp. Sociétés Dalloz, n°139

PH. Conac, L'incidence de la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 en matière de franchissement de seuils, RTDF 2007, n°3, p.7

PH. Conac, Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier, Rev. Soc., 2011, p.589

PH. Conac, Synthèse des réponses à la consultation publique du 19 juin 2012 portant sur des modifications de certaines dispositions du règlement général relative aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention, Rev. Soc., 2012, p.594

PH. Conac, La Cour de justice facilite la répression des opérations d'initiés en établissant une présomption réfragable d'utilisation induite de l'information privilégiée, Rev. Soc., 2010, p.235

A. Couret, Les bons d'offre, D., 2006, p.1372

A. Couret, Hermès « reclassé » !, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> mars 2011, n°3

A. Couret, Le droit de vote des actionnaires : état des lieux, Colloque : Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes 13 octobre 2011, RTDF, 2011, n°4, p.13

A. Couret et B. Dondero, La Loi Warsmann II relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives – aspect de droit des sociétés, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> avril 2012, n°4, p.360

JJ. Daigre, Manquement d'initié : les limites de la théorie du faisceau d'indices, Bull. Joly Bourse, 2012, n°5, p.202

JJ. Daigres, Hermès : l'AMF au secours des familles..., Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> mars 2011, n°3

JJ. Daigre et Dominique Bompoin, La prise de contrôle rampante, Actes prat., Mai/juin 2000, Page 5.

B. Daille-Duclos, Le devoir de loyauté du dirigeant, JCP E, 1998, n°34, p.1486

A. Dalion et A. Tadros, La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop ? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés, Bull. Joly Bourse, 2009, n°5, p.406

R. Dammann et Mylène Boché-Robinet, Dérives financières..., LJA, 25 juin 2012, n°1074

P. Didier, Faisceau d'indices insuffisant pour établir à preuve de la connaissance de l'information par l'initié, Rev. Soc., 2012, p.256

A. Deprez-Graff, Manquement d'initié : des liens entre la sanction administrative et le droit pénal, Bull. Joly Bourse, 2009, n°3, p.179

E. Dezeuze et M. Françon, Appréciation in concreto du caractère sensible d'une information prétendument privilégiée, Bull. Joly Bourse, 2011, n°4, p.241

- E. Dezeuze, Chronique infractions financières, CE, sous-sections 6 et 1 réunies, 22 mai 2012, n°344589, RTDF n°3, 2012, p.123
- E. Dezeuze, Conseil d'Etat, 6<sup>ème</sup> et 1<sup>ère</sup> sous-sections réunies, 30 décembre 2010, n°326987, Chronique infractions financières, RTDF 2011, n°1/2, p.145
- E. Dezeuze, Preuve du manquement d'initié et recours à la méthode du faisceau d'indices, Rev. Soc., 2010, p.587
- E. Dezeuze, Infractions financières, RTDF 2008, n°2, p.98
- MN. Dompé, La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres, Dr. sociétés, novembre 2006, p.5 et suivants
- B. Dondero, Le mandat de vote confié à un tiers, RTDF, 2011, n°4, p.57
- O. Douvreur, Bref retour sur le régime des ventes à découvert depuis la faillite de Lehman Brothers, RTDF, 2010, n°1, p.123
- C. Ducouloux-Favard, Infractions boursières - délits et manquements boursiers, JurisClasseur Sociétés Traité, Cote 01.2010, 18 octobre 2009.
- PE. Dupont, La directive AIFM sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, RD bancaire et fin., 2011, septembre-octobre, p.13
- S. Dussart, Le délai de règlement-livraison, l'arme anti ventes à découvert, Bull. Joly Bourse, 2012, n°9, p. 359
- R. Elineau, Jurisclasseur Sociétés, Traité, Fascicule 2131 : Franchissement de seuils. Cote 01.2009, 2
- L. Faugérolas, Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA, Bull. Joly Bourse, 2012, p.538
- L. Faugérolas et Charles Cadon, L'action de concert : une réforme inachevée, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> février 2011, n°2, p.134
- L. Faugérolas, L'action de concert : une réforme inachevée, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> février 2011, n°2, p.134
- M. Favero, Les défenses anti-OPA, Bull. Joly Bourse 1999, n°46
- B. François, Reporting RSE : commentaire du décret n°2012-557 du 24 avril 2012, Rev. sociétés, 2012, p.607
- GA. Frot, Les opérations de couverture conclue au titre de dérivés actions, RTDF n°4, 2009, p.65
- F. Funck-Brentano et Alan Mason, La dérive des produits dérivés, Considérations pratiques sur les produits dérivés et les franchissements de seuils, Colloque : L'actualité du droit financier sur fond de crise, RTDF 2009, n°1/2
- A. Gaudemet, Affaire Wendel-Saint-Gobain, un parfum de LVMH ?, D. 2011, p.855
- A. Gaudemet, Les aspects de droit boursier de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juin 2012, n°6, p.484

- A. Gaudemet, Manquement à l'obligation de publier une information financière, RD bancaire et fin., 2012, septembre-octobre, p.51
- A. Gaudemet, Absence de transmission de la sanction du défaut de déclaration au cessionnaire des actions non déclarées, RD bancaire et fin., septembre-octobre 2012, n°171, p.53
- F. Grillier et H. Segain, Panorama 2011 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40, RTDF n°4, 2011, p.124
- Y. Jobard et M. Pujos, Le principe de transparence sur les marchés financiers : rempart contre les prises de contrôle rampantes, RTDF 2011, n°3, p.50
- M. Jeantin, « Observations sur la notion de catégorie d'action », D. 1995, p.88
- D. Labetoulle, La diversité des initiés, Bull. Joly Bourse, 2011, n°7, p.460
- M. Lathelize-Bonnemaizon, Bilan et perspectives du devoir de loyauté en droit des sociétés, Droit des sociétés, LPA, 23 juin 2000, n°125, p.7
- B. Le Bars et M. Thouch, La lutte contre le « vote fantôme » : la solution n'est peut être pas réglementaire, Actes prat., Novembre-Décembre 2008, p.34
- B. Lecourt, OPA : rapport de la Commission européenne sur l'application de la directive, Rev. Soc., 2012, p.663
- P. Le Cannu, Les silences d'un concert Espagnols, Rev. Soc., 2008, p.394
- H. Le Nabasque, L'empty voting est à l'ordre du jour, RD bancaire et fin., mai-juin 2010, p.1
- H. Le Nabasque, Total Return Swap : l'obsession du numérateur, Rev. Soc., 2011, p.212
- H. Le Nabasque, Wendel/Saint-Gobain : confirmation par la cour d'appel de Paris de la décision de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010, Rev. Soc., 2012, p.586
- H. Le Nabasque, Franchissements de seuils : les « titres assimilés », RTDF n°3, 2007, p.13
- H. Le Nabasque, Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier, Rev. Soc., 2010, p.547
- H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006 : Rev. Soc., 2006, p.37
- H. Le Nabasque, L'affaire Hermès, ou l'émergence de la notion de concert "de fait", Rev. soc., 2011, p.692
- H. Le Nabasque, Franchissements de seuils : Dérogation à l'obligation d'avoir à déposer un projet d'offre publique d'acquisition, RD bancaire et fin., Janvier-Février 2012, p.42
- H. Le Nabasque, Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier, Rev. soc., 2010, p.547
- H. Le Nabasque, L'existence d'une action de concert peut être établie par un faisceau d'indices graves, précis et concordants, Rev. soc., 2010, p.509
- H. Le Nabasque, Le bureau de l'assemblée n'est pas une juridiction, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> juillet 2012, n°7, p.557
- H. Le Nabasque, Le développement du devoir de loyauté en droit des sociétés, Rôle et place des mécanismes fondamentaux du droit civil en droit des affaires, RTD Com., 1999, p.273

- FX. Lucas, Recevabilité de l'action en responsabilité exercée par un salarié contre l'actionnaire, *L'essentiel Droit des entreprises en difficulté*, 4 juillet 2012, n°7, p.1.
- FX. Lucas, Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ?, *RD bancaire et fin.*, juillet/août 2002, n°4, p.216.
- FX. Lucas, Les transferts temporaires de valeurs mobilières, *LGDJ*, 1997, n°311
- C. Maison-Blanche, La phase de pré-offre : les règles applicables aux interventions sur les titres faisant l'objet d'une future offre publique, *RD bancaire et fin.*, 2008, n°6, prat.6
- C. Maison-Blanche et Antoine Barat, La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant tenue des assemblées : réflexions préliminaires, 2011, *RTDF n°1/2*, p.80
- C. Maison-Blanche et Antoine Barat, La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant tenue des assemblées : réflexions préliminaires, *RTDF n°1/2*, 2011, p.80
- C. Maison-Blanche et D. Lecat, Essai de synthèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration des franchissements de seuils dans le capital et les droits de vote des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé : *RTDF 2007*, n°3, p.146
- F. Mansuy, Assemblées d'actionnaires – Règles communes à toutes les assemblées – Tenue de l'assemblée, *Jurisclasseur Société Traité*, Cote 08.2005, Fasc 136-35, n°95 et suivants
- D. Martin, B. Kanovitch, F. Mazon, Retour sur les raisons et enjeux des règles encadrant les interventions sur titres dans le cadre d'offres publiques à l'occasion de l'entrée en vigueur des modifications apportées au Règlement général de l'AMF, *Chronique Public M&A – Offres publiques*, *RTDF n°3 – 2009*, p.82
- D. Martin, IV. L'affaire APRR-Eiffarie, *Chronique/Public M&A – Offres Publiques*, *RTDF n°1/2*, 2011, p.127
- D. Martin, F. Bouaziz et B. Kanovitch, *Chronique jurisprudentielle annuelle Public M&A – Offres publiques*, *RTDF*, 2006, n°1, p.79
- D. Martin et C. Fallet, Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote, *Actes Prat.*, Juillet/Août 2011, p.1
- D. Martin, L'émetteur face à la rumeur, *Bull. Joly Bourse*, Décembre 2012, p.565
- D. Martin, B. Kanovitch et G. Giuliani, *Public M&A – Offres publiques*, II. L'affaire Hermès, *RTDF n°1*, 2012, p.81
- D. Martin et G. Buge, *Propos introductifs*, *Bull. Joly Sociétés*, Juillet 2011, n°7, p.614
- D. Martin et G. Buge, L'effectivité des clauses relatives au transfert de titres, *Bull. Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> juillet 2011, n°7, p.617
- D. Martin et G. Buge, L'exécution des pactes sur les marchés, *Bull. Joly Sociétés*, 1<sup>er</sup> juillet 2011, n°7, p.636
- D. Martin, *Public M&A*, *RTDF n°1*, 2010, *Chronique / Public M&A – Offres Publiques*, p.99
- D. Martin, III. Les pouvoirs du bureau de l'assemblée générale des actionnaires en matière de privation des droits de vote, *RTDF n°2*, 2008, p.105
- D. Martin et Mathieu Françon, Recherche des preuves d'abus de marché, *RTDF n°3*, 2011, p.10
- D. Martin, B.O Becker, et G. Giuliani, *Chronique de jurisprudence*, *RTDF 2010/1*, p.92
- F. Martin-Laprade et S. Dariosecq, LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ?, *Bull. Joly Bourse*, 1<sup>er</sup> février 2011, n°2, p.152

- F. Martin-Laprade, Commentaires sur la proposition de loi du Sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuils, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> octobre 2011, n°10, p.837
- F. Martin Laprade, éclairage – Franchissements de seuils : plaidoyer en faveur d’une véritable réforme, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> décembre 2011, n°12, p.946
- F. Martin-Laprade, Hermès: une dérogation aux allures de cadeau empoisonné..., Rev. Soc., 2011, p.364
- F. Martin Laprade, Action de concert, JurisClasseur Société Traité, Cote 04.2009, Fascicule 2135
- F. Martin-Laprade, On peut aussi agir de concert pour se séparer, Rev. Soc., 2008, p.644
- F. Martin Laprade et A. Mialon, Affaire Sacyr Eiffage : suite et fin ?, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> mai 2009, n°3, p.185
- F. Martin-Laprade, Retour du délit de « dîner en ville », Bull. Joly Bourse, 2009, n°1, p.10
- R. Mortier, Modifications du règlement général de l’AMF consécutive à la loi de régulation bancaire et financière, Dr. sociétés, Mai 2011, n°5, comm. 96
- R. Mortier, Affaire Wendel : rupture du charme des Total Return Swaps (TRS), Dr. sociétés, 2011, n°6, comm. 114
- JM. Moulin, Propos introductif sur le droit de vote de l’actionnaire, Colloque : Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes 13 octobre 2011, RTDF, 2011, n°4, p.5
- AC. Muller, Offres publiques et action de concert, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2011, p.107
- D. Ohl, Les « bons d’offres » : la fin des OPA hostiles : Bull. Joly Bourse, 2006, p.527, n°135
- D. Ohl, L’utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d’une société cotée, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> juillet 2009, n°4, p.332
- D. Ohl, L’utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d’une société cotée, Bull. Joly Bourse 2009, p.332
- Y. Paclot, Confirmation de l’incompétence du bureau de l’assemblée en matière de privation des droits de vote en cas de franchissement de seuil résultant d’une action de concert contestée, Rev. Soc., 2012, p. 514
- P. Pailler, La cour d’appel de Paris consacre la décision Wendel, JCP E, août 2012, n°31, 1487, p.39
- F. Pelouze, Ventes à découvert : opportunité et changements législatifs, Bull. Joly Bourse, 2011, n°9, p.516
- F. Peltier et C. Maison-Blanche, Déclarations de franchissement de seuils – La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés, JCP E, n°20, 14 mai 2009, 1509
- F. Peltier et F. Martin Laprade, Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l’encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d’une société cotée, Bull. Joly Bourse, 2004, n°5, p.610.
- A. Pietrancosta et H. Pisani, Offres publiques : est-il opportun d’introduire un seuil de caducité automatique à 50% ?, JCP E, 2012, n°15, p.760

- A. Pietrancosta, Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, RTDF, 2006, n°1, p.5
- A. Pietrancosta, Transparence des positions en dérivés actions : un modèle français ?, RTDF, 2011, n°1/2, p.3
- A. Pietrancosta, Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA, RTDF, 2006, n°3, p.4
- JP. Pons-Henry, Opérations d'initiés : puisque le manquement se délite, supprimons le délit, Bull. Joly Bourse, 2011, n°3, p.212
- D. Poracchia et D. Martin, Regard sur l'intérêt social, Rev. Soc., 2012, p.475
- Ph. Portier et N. Partouche, Les mesures de défense en matière d'offre publique : Journal des Sociétés mai 2006, n°32, p. 34.
- JB. Poulle, L'apparition du principe se conformer ou expliquer en droit français, RTDF, 2008, n°1, p.41
- T. de Ravel d'Esclapon, Batailles de procurations : une nécessaire réglementation ?, LPA, 5 octobre 2009, n°198, p.5
- L. Ruet, Quel impact pour la limitation partielle apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse ?, RD bancaire et fin., Mars-Avril 2010, p.33
- I. Riassetto, Mesures d'exécution de la directive OPCVM IV, RD bancaire et fin., 2010, n°5, comm. 195
- I. Riassetto, Directive OPCVM – Présentation, RD bancaire et fin., 2010, n°1, comm. 28
- I. Riassetto et M.l Storck, L'ordonnance n°2011-915 du 1<sup>er</sup> août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, RD bancaire et fin., septembre-octobre 2011, p.6
- G. Roch, Manquement d'initié : la preuve de la détention de l'information privilégiée, Bull. Joly Bourse, 2008, n°6, p.454
- G. Roch, A défaut de preuve tangible de la détention d'une information privilégiée, l'impossible preuve par faisceau d'indices de la qualité d'initié des professionnels de la finance, Bull. Joly Bourse, 2012, n°7, p.292
- F. Rome, Le Krach était presque parfait..., D.2008, p.2273
- N. Rontchevsky, Infractions financières, RTDF, 2010, n°1, p.126
- N. Rontchevsky, Ch. Goyet et M. Storck, Les modifications du règlement général de l'autorité des marchés financiers achèvent la réforme du droit français des offres publiques d'acquisition, RTD com. 2007, p.185
- R. Salomon, Les défenses anti-OPA, Jurisclasseur droit des sociétés, Fasc. 2132
- G. Schaecken Willemaers, The European call for more shareholders' engagement: state of play and way forward, RTDF, 2011, n°4, p.164
- D. Schmidt, Empty voting et cession du droit de vote, RTDF 2011, n°4, p.90

- D. Schmidt, Empty voting, Bull. Joly Bourse, 2012, n°1, p.42
- D. Schmidt, Hermès: concerts ancien et nouveau? Changement de contrôle?, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> novembre 2011, n°11, p.882
- D. Schmidt, Action de concert : 20 années de fluctuations de la notion, Bull. Joly Bourse, Décembre 2012, p.624
- D. Schmidt, Annulation des délibérations d'une assemblée en conséquence d'une décision illicite prise par son bureau, Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> mars 2011, n°3, p.197
- Y. Schmidt et M. Salle, Artémis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA : l'AMF devra clarifier ses intentions, RTDF, 2007, n°2, p.34
- H. Segain, Les franchissements de seuil : évolutions récentes, RTDF, 2008, n°2, Colloque « Actualité Boursière », p.7
- P. Servan-Schreiber, La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ? Comparatif fiducie/stichting, RD bancaire et fin., Septembre-octobre 2007, p.33
- P. Servan-Schreiber et A. W. Grumberg, Défenses anti-OPA – Adoption de la directive européenne sur les OPA et enjeux pour les entreprises françaises, JCP E n°44, 28 octobre 2004, p.1598
- Jean-Pierre Sortais, Abus de droit, Rép. sociétés Dalloz
- C. Teichmann, A company's own interest (Unternehmensinteresse) in German Company Law, RTDF, 2013, n°1, p.15
- F. Terré, Introduction générale au droit, Précis Dalloz, 6<sup>ème</sup> édition
- S. Torck, Reclassement des titres Hermès : les relations troubles de l'action de concert et de la notion de groupe familial, Bull. Joly Bourse, Mai 2011, p.326
- S. Torck, Eclairage – Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi ?, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> novembre 2011, n°11, p.576
- S. Torck, Affaire Sacyr : défaut de déclaration de franchissement de seuil et preuve de l'action de concert, Bull. Joly Sociétés, Novembre 2012, p.805
- M. Touch et T. Amico, L'empty voting, RD bancaire et fin., 2008, n°5, p.7
- JP. Valuet, Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires, Rev. Soc. 2012, p.543, n°1
- T. Vassogne, Défenses anti-OPA, Banque n°589, p.39
- H. Vauplane, Quel avenir pour le droit des marchés financiers ?, Bull. Joly Bourse, 2012, p.663
- A. Vignial et C. Maison-Blanche, Le nouveau régime des déclarations d'intention dans la phase préparatoire à l'offre, RTDF 2007, n°1, p.20
- J. Winter, Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership., RTDF, 2012, n°1, p.4

A. Viandier, La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009, JCP E, n°11, mars 2009, 1248  
A. Viandier, Défense en cours d'offre : les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006, RJDA 5/2006, p.435

Actes de la conférence organisée par le cabinet Herbert Smith (Paris) le 14 septembre 2006 sur le thème de « La transposition en France de la Directive européenne sur les OPA », RTDF, 2006, n°3, p.93

Le triomphe du capitalisme sauvage ou BSN contre Saint-Gobain, Chronique XXXI, Recueil Dalloz Sirey, 1969, 35<sup>ème</sup> cahier

### **b. Articles en langue anglaise.**

J. Armour et D. Skeel, « Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation », (2007) 95 Geo. L. J., 1727

Brav, Alon, W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas, 2006, "Hedge fund activism, corporate governance and firm performance", working paper, 2006

M. Becht, J. Franks et J. Grant, ECGI, Hedge fund activism in Europe, Finance WorkingPaper n°283/2010, Mai 2010

S. B. Block, Merger arbitrage hedge funds, Journal of applied finance, spring/summer 2006, p.90

T. W. Briggs, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An empirical Analysis, Bepress Legal Series, Working Paper 1589

F. C. et D. D. Li, Risk arbitrage in takeovers, 23 mars 2001

P. L. Davies, G. A. Ferrarini, K. J. Hopt, A. Pietrancosta, R. R. Skog, S. Soltysinski, J. W. Winter, E. Wymeersch, Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework", 22 Juillet 2011, RTDF, 2011, n°4, p.153

R. Greenwood et M. Schor, Hedge fund investor activism and takeovers, Harvard Business School research paper, July 2007

C. Girard et S. Gates, Notables cases of shareholder activism in France, The professionalization of shareholder activism in France, Director Notes, The conference Board Volume 3, n°4, Février 2011

F. B. Henry, Activities of arbitrageurs in tender offers, U. Pa. L. Rev., Vol. 119, n°3, p.467

H. T.C. HU, Debt, Equity and hybrid decoupling : governance and systemic risk implications, University of Texas, 15 juin 2005

M. Kahan et E.B. Rock, Hedge funds in corporate governance and corporate control, U. Pa. L. Rev., Vol. 155, 2007, p.1034

J. M. Karpoff, The impact of shareholder activism on target companies : a survey of empirical findings, University of Washington, 10 septembre 2001

Klein et Zur, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge funds and Other Private Investors, NYU Law and Economics Research paper n°140/2006

H.G Manne, Mergers and the market for corporate control (1965), 73 Journal of Political Economy 110

K. M. Moore, Gene C. Lai and Henry R. Oppenheimer, The behavior of risk arbitrageurs in mergers and acquisitions, The journal of alternative investments, Summer 2006, p.19

D. V. Nguyen, The roles of Arbitrageurs – UK evidence, Cranfield School of Management, DEPOCEN, Working Paper Series n°2010/04

T. Ogowewo, The underlying themes of tender offer regulation in the United Kingdom and the United States of America, 1996, Journal of Business Law, 463.

T. I Ogowewo, Rationalising General Principle 7 of the City Code, 82 The company, Financial and Insolvency Law Review, (1997), p.74

William Osterberg et James Thomson, The truth about hedge funds, Federal Reserve Bank of Cleveland, Research Department, 1er mai 1999

Michael R. Patrone, Sour Chocolate: The U.K Takeover Panel's Improper Reaction to Kraft's Acquisition of Cadbury, International Law & Management Review, Winter 2011, Volume 8, p.64.

Thompson, "A Lawyer's Guide to Modern Valuation Techniques in Mergers and Acquisitions" (1996) 21 J. Corp. L., 457

Jeffrey Stephen Turner, Should tender offer arbitrage be regulated?, Duke L. J., 1978, 1000

J. P. Walsh and R. D. Dosnik, Corporate raiders and their disciplinary role in the market for corporate control, The Academy of management journal, Vol. 36. No. 4, Août 1993, pages 671-700

E. Wymeersch, The Takeover Bid directive, light and darkness, RTDF, 2009, n°4, p. 79

E. Wymeersch, A New look at the Debate about the Takeover Directive, RTDF, 2012, n°2, p.78

## **2. Ouvrages.**

### **a. Ouvrages juridiques.**

T. Bonneau et F. Drummond, Droit des Marchés Financiers, Deuxième édition, Economica

A. Couret et H. Le Nabasque, Valeurs Mobilières, Augmentations de capital, Nouveau régime, Editions Francis Lefebvre

P. Didier et Ph. Didier, Droit commercial, Tome 2, Les sociétés commerciales, Corpus Droit Privé, Economica

D. Gabbert, Hedge Funds, Lexis Nexis

Gower and Davies, Principles of modern company law, Eight Edition, Sweet & Maxwell

D. Kershaw, Company Law in Context, Text and material, Oxford University Press

M. Long, P. Weil, G. Braibant, P. Delvolvé, B. Genevois, Les grands arrêts de la jurisprudence administrative, 16<sup>ème</sup> édition, Dalloz

J. Armour, H. Hansmann et R. Kraakman, Agency problems and legal strategies in The Anatomy of Corporate Law, A comparative and functional approach, Second edition, Oxford University Press

A. Bénabent, Droit Civil, Les obligations, Domat droit privé, Montchrestien, 11<sup>ème</sup> édition

S. Kenyon-Slade, Mergers and takeovers in the US and UK: law and practice, Oxford University Press, 2003

D. Martin. Règlement Général de l'AMF commenté et textes liés, Lexis Nexis, 2013

D. Martin, Eric Dezeuze et Florian Bouaziz, en collaboration avec Mathieu Françon, Les abus de marché, Manquements administratifs et infractions pénales, Lexis Nexis, 2012

N. Molfessis, G. Canivet, D. Martin, Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec :

- S. Tadjbaksh et P. Hudry, Le marché et les offres publiques
- PY. Chabert et A. Couret, Les offres de prise de contrôle
- D. Martin et N. Molfessis ; Offres Publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA
- A. Pietrancosta et JF. Prat, Offres publiques et droit des sociétés
- D. Bompont, La contrepartie proposée dans une offre publique
- H. de Vauplane, Droit des offres publiques – Le cadre réglementaire et institutionnel
- F. Peltier, Les principes directeurs des offres publiques
- JM. Darrois et MN. Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques
- M. Lévy, P. Servan-Schreiber et J. Veil, Information et communication dans les offres publiques
- P. Langlois, Droit boursier et droit du travail
- D. Schmidt, Les droits des minoritaires et les offres publiques
- JP. Martel et A. Marraud des Grottes, Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires
- F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, Le prix dans les offres publiques

P. Merle, Droit commercial, Société Commerciales, Précis Dalloz, 12<sup>ème</sup> édition

C. Saint-Alary-Houin, Droit des entreprises en difficulté, 6<sup>ème</sup> édition, Domat Droit Privé, Montchrestien

Sealy's Cases and materials in Company Law, 9th Edition, Oxford Univeristy Press

F. Terré, Philippe Simler et Yves Lequette, Droit Civil, Les Obligations, Précis Dalloz, 9<sup>ème</sup> édition

A. Viandier, OPA-OPE et offres publiques, 4<sup>ème</sup> édition, Editions Francis Lefebvre

Mémento Pratique Sociétés Commerciales, Editions Francis Lefebvre, 2010 et 2012

Lamy Sociétés Commerciales 2012

b. Ouvrages économiques et financiers.

M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, *Les hedge funds* : entrepreneurs ou requin de la finance ? Perrin

B. Burrough and J. H., *Barbarians at the gates, The fall of RJR Nabisco*, Harper & Row, 1989

W. D. Collin, *The Last Tycoons, The secret history of Lazard Frères & Co*, Double day, 1ère édition

S. Godeluck et P. Escande, *Les pirates du capitalisme, comment les fonds d'investissements bousculent les marchés*, Albin Michel

M. Orange, *Ces messieurs de Lazard*, Albin Michel

P. Quiry et Y. Le Fur, *Vernimmen, Finance d'entreprise*, Dalloz, 2012 et 2013

M. Roche, *La Banque, Comment Goldman Sachs dirige le monde*, Points

**3. Thèses et mémoires de recherche.**

a. Thèses.

AL. Champetier de Ribes-Justeau Thèse sur « Les abus de majorité, de minorité et d'égalité », sous la direction de Jean-Jacques Daigre

A. Gaudement, *Contribution à l'étude juridique des dérivés*, Thèse, Paris II

A. Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse Paris I, 1999

A. Viandier, *Recherches sur la notion d'associé en droit français des sociétés*, Thèse dactylographiée, Paris II

b. Mémoires.

M. Bozzo, *Les stratégies de blocage utilisées par les hedge funds lors des offres publiques*, Club finance HEC Paris, Les études du club, n°72, décembre 2007

T. Jaeglé, *Hedge funds and takeover bids*, LL.M Dissertation under the supervision of Dr. Tunde Ogowowo, 2012, King's College London, University of London

T. Jaeglé, *L'efficacité des mesures de défense anti-OPA*, sous la direction de Patrick Dziejowski, Université Paris-Descartes, 2011

### **3. Rapports.**

#### **a. The Kay Review.**

The Kay Review of UK Equity markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012

The Kay review of UK equity markets and long term decision making, Final Report, Juillet 2012

#### **b. Rapports suite à l'offre de Kraft sur Cadbury.**

The Takeover Panel, Code Committee, Review of certain aspects of the regulation of takeover bids, 2010/22

Business, Innovation and Skills Committee's Report on "Mergers Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Juillet 2010

Government Response to the Business, Innovation and Skills Committee's Report on "Mergers Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Juillet 2010

#### **c. Rapports parlementaires.**

Rapport n°2327 fait par Monsieur E. Besson au nom de la commission des Finances, de l'économie générale et du Plan sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques, du 6 avril 2000

Rapport n°2342 fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie par G. Carrez du 30 mai 2005

Rapport n°438 du Sénateur P. Marini fait au nom de la commission des Finances sur le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie déposé le 29 juin 2005.

#### **d. Rapports de l'Autorité des Marchés Financiers.**

Rapport du Groupe de travail de l'Autorité des Marchés Financiers présidé par Yves Mansion, Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, 6 septembre 2005

Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, Groupe de Place présidé par Yves Mansion, Membre du collège de l'Autorité des Marchés Financiers, janvier 2008

Rapport du groupe de travail de l'Autorité des Marchés Financiers sur les ventes à découvert, animé par Marie-Ange Debon et Jean-Pierre Hellebuyck du 23 février 2009

#### **e. Rapports sur la Directive OPA et sa transposition.**

Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, 10 janvier 2002. L'ensemble des travaux sont disponibles sur le site internet de la Commission Européenne :

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_fr.htm). Lien consulté le 29 janvier 2013

Rapport du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisitions, Jean-François Lepetit, 27 juin 2005, p.15. Ce rapport est disponible au lien suivant : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/054000470/0000.pdf>, lien consulté le 30 janvier 2013

#### **4. Articles de presse.**

##### **a. Les Echos :**

N. Aït-Kacimi, « *Hedge funds* » : une catégorie fourre-tout, Les Echos, 30 janvier 2013

N. Aït-Kacimi, Les hedge funds doivent apprendre à gérer la fin de l'âge d'or, Les Echos, 20 novembre 2011

N. Aït-Kacimi, Le trading haute fréquence sert moins à spéculer qu'à apporter de la liquidité, Les Echos, 17 Octobre 2012.

N. Aït-Kacimi, « *Hedge funds* »: une année maussade sauvée par de rares coups d'éclats, Les Echos, 10 janvier 2013

N. Aït-Kacimi, Herbalife, le Stalingrad des hedge funds, Les Echos, 11 janvier 2013

N. Aït-Kacimi, Les enfants terribles de l'activisme bouleversent les règles de la gouvernance, Les Echos, 16 avril 2007

N., Aït-Kacimi, La justice sur la piste d'un délit d'initié record à Wall-Street, Les Echos, 11 novembre 2012

N., Aït-Kacimi, L'avenir s'assombrit pour le fonds SAC Capital de Steve Cohen, Les Echos, 05 juin 2013

N. Aït-Kacimi, Coup d'arrêt aux délits d'initié depuis l'affaire Galleon, Les Echos, 20 juin 2013

N. Aït-Kacimi, Nouveau « Krach éclair » à Wall-Street, Les Echos, 21 décembre 2012

N. Aït-Kacimi, Nouveau Krach éclair à Wall-Street à l'approche de la « falaise budgétaire », Les Echos, 24 décembre 2012

N. Aït-Kacimi, Le *trading* haute fréquence sert moins à spéculer qu'à apporter de la liquidité, Les Echos, 17 octobre 2012

M. Alcaraz, Deutsche Börse lance son programme de rachat d'actions, Les Echos, 13 avril 2005

N. Barré et H. Gibier, Entretien avec Claude Bébéar, Les Echos, 9 avril 2013

M. Blimann, Société Générale: BNP "Réfléchi" à une offre d'achat, Les Echos, 31 janvier 2008

M. Bliman, Société Générale: 39% de décote pour les actions nouvelles, Les Echos, 11 février 2008

L. Boisseau, CAC 40 : le grand retour des actionnaires activistes, Les Echos, 20 novembre 2011

L. Boisseau, Les agences de conseil en vote sous étroite surveillance, Les Echos, 3 janvier 2013

L. Boisseau, Gilaspi, la société de Marc Eisenberg, risque une sanction de l'AMF, Les Echos, 19 octobre 2012

L. Boisseau, Les règles de franchissement de seuil clarifiées par le gendarme boursier, Les Echos, 14 septembre 2012

L. Boisseau, La loi contre les OPA hostiles suscite de très vives critiques, Les Echos, 1<sup>er</sup> mai 2013

M. Bollack, Gascogne : Guy Wyser-Pratte réclame deux sièges au conseil, Les Echos, 14 mai 2012

T. Breton, « Le gouvernement exprime les plus grandes réserves sur la démarche de Mittal, Les Echos, 30 janvier 2006

T. Brun et R. Kaddouch, Les armes, efficaces, de la directive OPA, Les Echos, 3 juillet 2006

D. Burg, ABN Amro en quête d'une stratégie pour contrer le fonds TCI, Les Echos, 5 mars 2007

D. Burg, En dépit d'efforts répétés, la banque Néerlandaise ne parvient pas à sortir de l'ornière, Les Echos, 20 mars 2007

D. Burg et I. Chaperon, ABN AMRO et Barclays discutent de leur fusion sous l'œil vigilant des marchés, Les Echos, 21 mars 2007

D. Burg, ABN AMRO cherche une alternative à une fusion avec Barclays, Les Echos, 29 mars 2007

D. Burg, Sous pression, ABN AMRO et Barclays prolongent leurs discussions jusqu'à vendredi, Les Echos, 18 avril 2007

D. Burg, Amsterdam critique l'offre du consortium bancaire sur ABN AMRO, Les Echos, 19 avril 2007

D. Burg, ABN AMRO défend bec et ongles son projet de fusion avec Barclays, Les Echos, 27 avril 2007

D. Burg, Contrôle d'ABN AMRO : le consortium bancaire prêt à se lancer, Les Echos, 29 mai 2007

I. Chaperon, Le consortium mené par TBS prêt à offrir 72 milliards d'euros pour emporter ABN AMRO, Les Echos, 26 avril 2007

I. Chaperon, Après ABN AMRO, le britannique HSBC ciblé à son tour par un fonds activiste, Les Echos, 10 septembre 2007

I. Chaperon et Philippe Guillaume, Euronext et le New-York Stock Exchange mènent des négociations au pas de course, Les Echos, 19 mai 2006

D. Chapuis, Hermès relance les hostilités face à LVMH, Les Echos, 5 septembre 2012

P. Charléty et PP. Jacquet, Les débuts difficiles de l'activisme actionnarial, Les Echos, 27 Juin 2002

M. Chauvot, l'Autorité de marché Luxembourgeoise va contrôler la défense du groupe de Guy Dollé, Les Echos, 7 février 2006

M. Chauvot et Caroline Lechantre, OPA : le Luxembourg dévoile un projet de loi favorable à Arcelor, Les Echos, 8 février 2006

M. Chauvot, Guy Dollé : « Nous vallons plus que 30 euros ! », Les Echos, 17 février 2006

M. Chauvot, l'OPA de Mittal ferait perdre 1,3 milliards aux actionnaires d'Arcelor, Les Echos, 27 mars 2006

M. Chauvot, Arcelor annonce des mesures de défense contre l'OPA de Mittal, Les Echos, 4 avril 2006

M. Chauvot, Arcelor justifie la fondation créée pour bloquer la revente de Dofasco, Les Echos, 12 avril 2006

M. Chauvot, Arcelor complique sérieusement l'OPA de Mittal Steel, Les Echos, 5 avril 2006

M. Chauvot, La fondation botte secrète d'Arcelor pour empêcher la revente de Dofasco, Les Echos, 5 avril 2006

M. Chauvot et Pierre de Gasquet, L'homme d'affaire Romain Zaleski détient 2.1% du capital d'Arcelor, Les Echos, 10 avril 2006

M. Chauvot ; Arcelor : Mittal fait des concessions pour obtenir une OPA amicale, Les Echos, 10 mai 2006

M. Chauvot, Arcelor prêt à racheter un quart de son capital pour contrer l'offre de Mittal Steel, Les Echos, 15 mai 2006

M. Chauvot, Mittal Steel lance enfin son offer publique d'achat hostile sur Arcelor, Les Echos, 17 mai 2006

M. Chauvot, OPA sur Arcelor : Mittal Steel repart à la rencontre des investisseurs, Les Echos, 23 mai 2006

M. Chauvot, Bruxelles approuve la fusion Arcelor-Mittal, Les Echos, 5 juin 2006

Myriam Chauvot, Arcelor-Mittal : premières discussions sur un éventuel accord amiable, Les Echos, 14 juin 2006

M. Chauvot et N. Madeleine, Le rachat d'actions pourrait être remis en cause par les actionnaires minoritaires, Les Echos, 14 juin 2006

M. Chauvot, Romain Zaleski prend position contre la direction d'Arcelor, Les Echos, 15 juin 2006

M. Chauvot, Arcelor recule face à ses actionnaires et annule son assemblée générale, Les Echos, 20 juin 2006

M. Chauvot, Le conseil d'administration tranchera dimanche entre Mittal Steel et Arcelor, Les Echos, 22 juin 2006

M. Chauvot, ArcelorMittal : les actionnaires minoritaires déboutés, Les Echos, 28 août 2007

M. Chauvot, Foncière Paris France se fait avaler par des assureurs, Les Echos, 29 janvier 2012

ML. Cittanova, Une offre relevée de 6,7 milliards d'euros d'un coup, Les Echos, 22 mai 2006

E. Conesa, Barclays et ABN AMRO discutent d'une fusion à 120 milliards d'euros, Les Echos, 20 mars 2007

D. Cosnard, Mittal en appelle aux actionnaires pour bloquer le mariage Russe d'Arcelor, Les Echos, 29 mai 2006

D. Cosnard, Arcelor : Colette Neuville réclame une OPA d'Alexei Moardachov, Les Echos, 30 mai 2006

D. Cosnard, N. Madeleine et M. Chauvot, Arcelor prêt à discuter avec Mittal d'un éventuel accord amical, les Echos, 13 juin 2006

D. Cosnard, Rachat d'actions : Arcelor prêt à faire machine arrière, Les Echos, 19 juin 2006

P. Drouin, Deutsche Börse sous l'emprise de TCI, Les Echos, 11 mai 2005

P. Drouin, ThyssenKrupp menace d'aller en justice pour acheter Dofasco, Les Echos, 4 décembre 2006

P. Drouin, Berlin va durcir sa politique à l'encontre des « *hedge funds* », Les Echos, 4 mai 2006

C. Dunand, Arcelor veut retenir ses actionnaires en leur promettant du cash, Les Echos, 28 février 2006.

C. Dunand, Arcelor croit à l'échec de l'OPA de Mittal Steel, Les Echos, 8 mars 2006.

C. Dunand et D. Cosnard, Arcelor soumet sa stratégie à ses actionnaires alors que l'OPA de Mittal tarde à se concrétiser, Les Echos, 27 avril 2006

C. Dunand, Arcelor le Président du conseil sur la sellette, Les Echos, 28 avril 2006

C. Dunand, La Belgique refuse de choisir entre Mittal Steel et Arcelor, Les Echos, 16 mai 2006

C. Dunand, La fusion entre Mittal Steel et Arcelor est sur les rails, 3 juillet 2006.

C. Dunand, Mittal refuse de lancer une offre sur les filiales brésiliennes d'Arcelor, Les Echos, 12 juillet 2006.

C. Dunand, Mittal a récupéré les 50% de titres nécessaires au rachat d'Arcelor, Les Echos, 19 juillet 2006

P. Fay, Glencore et Xstrata prêt à se lancer dans une fusion de géant, Les Echos, 20 novembre 2012

C. Fradin, LSE : Deutsche Börse soutenu par son conseil de surveillance, Les Echos, 18 janvier 2005

P. de Gasquet, Le fonds Triam Partners mise sur Lazard, Les Echos, 20 juin 2012

P. de Gasquet, John Paulson renoue avec le style activiste, Les Echos, 16 février 2012

P. de Gasquet, TCI, le fonds qui fait trembler la finance, Les Echos, 29 novembre 2007

C. Gatinois, L'activisme des "hedge funds" soutenu par les minoritaires, Les Echos, 24 août 2005

B. Georges, Guy Wyser-Pratt veut rencontrer rapidement Arnaud Lagardère, Les Echos, 19 avril 2010

R. Gueugneau, Le nouveau patron de Yahoo! Déjà en difficulté, Les Echos, 7 mai 2012

P. Guillaume, Le paysage boursier européen perd son « Rambo », Les Echos, 10 mai 2005

M. Jacque, Délit d'initié : amende record à Wall Street pour une star des « *hedge funds* », Les Echos, 18 mars 2013

P. Jenkins, Deutsche Börse décide de retirer son offre informelle sur le London Stock Exchange, Les Echos, 7 mars 2005

M. Lacroix, *Trading* haute fréquence : des retombées peu palpables pour l'investisseur individuel. Le Cerle les Echos, le 28 juillet 2011

P. Lamme, Arcelor-Mittal et le facteur temps, Les Echos, 10 mai 2006

P. Lamme, Arcelor-Mittal : la victoire des marchés, Les Echos, 26 juin 2006

S. Le Page, L'activisme actionnarial se professionnalise, Les Echos, 30 avril 2008

S. Le Page, Les gérants d'actifs s'engagent à pas feutré dans le dialogue actionnarial, Les Echos, Gestion d'actifs, 11 Avril 2011

S. Le Page et T. Madelin, Deutsche Börse s'apprête à formaliser son offre sur le LSE, Les Echos, 17 janvier 2005

T. Le Masson, Arcelor vante le projet industriel et la forte rentabilité du nouvel ensemble, Les Echos, 29 mai 2006

T. Madelin, Deutsche Börse prêt à lancer cette semaine l'offensive sur le LSE, Les Echos, 24 janvier 2005

T. Madelin, Le climat se tend entre Deutsche Börse et ses actionnaires, Les Echos 23 février 2005

T. Madelin, Les fonds d'investissement montent en force au capital, Les Echos, 1<sup>er</sup> mars 2005

T. Madelin, Werner Seifert tire la sonnette d'alarme sur les « *hedge funds* », Les Echos, 4 avril 2006

T. Madelin, Deutsche Börse veut éviter une injonction de ses actionnaires, Les Echos, 1<sup>er</sup> mars 2005

T. Madelin, London Stock Exchange : Deutsche Börse veut appliquer ses « options stratégiques », Les Echos, 17 mars 2005

T. Madelin, Le ton monte entre Deutsche Börse et le fonds TCI, Les Echos, 20 avril 2005

T. Madelin, Deutsche Börse : la rébellion ne s'apaise pas avant la réunion du conseil de surveillance, Les Echos, 9 mai 2005

T. Madelin et Meike Schreiber, Deutsche Börse promet le ciel à ses actionnaires, Les Echos, 26 mai 2005

T. Madelin, Werner Seifert tire la sonnette d'alarme sur les « *hedge funds* », Les Echos, 4 avril 2006

T. Madelin, Mittal obligé de lancer une coûteuse OPA sur Arcelor Brésil, Les Echos, 27 septembre 2006

T. Madelin, Mittal veut acheter la filiale brésilienne d'Arcelor à petit prix, Les Echos, 26 octobre 2006

T. Madelin, ArcelorMittal subit un nouveau revers au Brésil, Les Echos, 15 mars 2007

T. Madelin, La fondation créée par Arcelor bloque la vente du leader canadien de l'acier Dofasco, Les Echos, 14 novembre 2006

T. Madelin, La justice autorise Mittal à garder le canadien Dofasco, Les Echos, 24 janvier 2007

T. Madelin, ArcelorMittal va retirer Arcelor Brésil de la cote, Les Echos, 6 juin 2007

F. Marc et J. Meadel, Projet de loi OPA : des actionnaires trop puissants..., Les Echos, 6 mars 2006

G. Maujean, Les gendarmes boursiers face au déficit du *trading* haute fréquence, Les Echos, 12 octobre 2011

G. Maujean, La bataille pour le contrôle d'ABN AMRO s'achève sur la probable victoire du consortium, Les Echos, 4 octobre 2007

G. Maujean, Les assureurs deviennent à leur tour la cible des fonds activistes, Les Echos, 26 octobre 2007

F. Peltier, En finir avec les profiteurs de la sortie de Bourse, Les Echos, 13 mars 2013

F. Peltier, Information financière et montée au capital, Les Echos, 11 octobre 2012

A. Pietrancosta et H. Pisani, Le droit français des OPA : de Charybde en Scylla ?, Les Echos, 19 juin 2013

M. Prandi, Le fonds Atticus épouse la démarche de la direction d'Euronext, Les Echos, 26 mai 2006

V. Robert, Icahn refait son entrée au capital de Chesapeake Energy, Les Echos, 29 mai 2012  
Virginie Robert, Chesapeake Energy cède aux pressions de Carl Icahn, Les Echos, 4 juin 2012

V. de Senneville, Raid sur la Société générale : Soros attend l'épilogue, Les Echos, 05 octobre 2011

G. Sengès, OPA: l'art de « bétonner une défense », Les Echos, 29 mars 2007

D. Seux, Vrais et faux murs anti-OPA, Les Echos, 2 mars 2006

N. Silbert, L'émirat est devenu un investisseur incontournable à l'échelle planétaire, Les Echos, vendredi 7 septembre 2012

F. Vidal, ABN AMRO : la leçon d'une chute, Les Echos, 10 Octobre 2007

Le fonds Calpers critique Warren Buffet au nom de la corporate governance, les Echos, le 5 mai 2003

Icahn, Kerkorian, TCI : des minoritaires de plus en plus influents, Les Echos, 24 avril 2007

Le fonds activiste TCI demande une scission du groupe ABN AMRO, Les Echos, 22 février 2007

Bal de prétendants autour d'ABN AMRO, Les Echos, 19 mars 2007

ABN AMRO : Barclays serait prêt à jouer les chevaliers blancs, Les Echos, 19 mars 2007

La bataille autour d'ABN AMRO rebondit, Les Echos, 16 avril 2007

Les petits porteurs joignent leurs voix à celle de TCI, Les Echos, 24 avril 2007

ABN AMRO : la justice gèle la vente de La Salle à Bank of America, Les Echos, 4 mai 2007

Les groupes financiers soumis à l'activisme, Les Echos, 16 novembre 2007

Deutsche Börse peaufine son offre sur le LSE, Les Echos, 17 janvier 2005

L'ex-président du LSE préconise de soumettre le dossier à Bruxelles, Les Echos, 19 janvier 2005

Deutsche Börse prêt à concéder à ses actionnaires un vote de défiance, Les Echos, 1<sup>er</sup> février 2005

Bataille pour le LSE : le marché préfère rester neutre, Les Echos, 22 février 2005

Fidelity s'oppose à son tour à l'offre sur le LSE de Deutsche Börse, Les Echos, 25 février 2005

LSE : Deutsche Börse enjoint TCI de lui apporter son soutien, Les Echos, 8 avril 2005

Deutsche Börse : les fonds actionnaires dans le collimateur du régulateur, Les Echos, 18 avril 2005

Deutsche Börse met en place un comité pour dialoguer, Les Echos, 21 avril 2005

Les troubles fêtes de la consolidation, Les Echos, 11 mai 2005

Les fonds mettent la pression sur Euronext pour une fusion avec Deutsche Börse, Les Echos, 5 avril 2006

ICE rachète le NYSE et veut mettre en Bourse Euronext, Les Echos, 20 décembre 2012

Arcelor rejette à l'unanimité l'OPA hostile lancée par Mittal Steel, Les Echos, 30 janvier 2006

Paris et Luxembourg organisent un tir de barrage pour défendre Arcelor, Les Echos, 1<sup>er</sup> février 2006

Pas de front commun européen pour épauler le groupe Luxembourgeois, Les Echos, 3 février 2006

En Inde, Chirac dénonce l'OPA de Mittal sur Arcelor, Les Echos, 21 février 2006

Arcelor rejette la demande du fonds qui l'appelle à négocier avec Mittal, Les Echos, 21 février 2006

Mittal Steel tente de rassurer sur son plan industriel en Europe, Les Echos, 3 mars 2006

Le Luxembourg prépare une loi anti-OPA édulcorée, Les Echos, 23 mars 2006

Un transfert inacceptable selon Collette Neuville, Les Echos, 5 avril 2006

Des minoritaires d'Arcelor menacent son conseil d'administration, Les Echos, 19 avril 2006

Le Luxembourg se dote d'une loi sur les offres publiques d'achat, Les Echos, 5 mai 2006

Un feuillet qui dure déjà depuis trois mois et demi, Les Echos, 17 mai 2006

La nouvelle OPA de Mittal met Arcelor sous pression, Les Echos, 22 mai 2006

Crible, Le bon sens de Mittal, Les Echos, 22 mai 2006

Arcelor prêt à s'unir au Russe Severstal pour bloquer Mittal, Les Echos, 26 mai 2006

Arcelor propose au Russe Severstal de devenir son premier actionnaire, Les Echos, 26 mai 2006

Les 4 points faibles du rapprochement Arcelor-Severstal, Les Echos, 29 mai 2006

Mittal dit avoir fédéré environ 30% des actionnaires d'Arcelor, Les Echos, 1<sup>er</sup> juin 2006

Arcelor : la fronde des actionnaires tourne à la révolte, Les Echos, 12 juin 2006

Guy Dollé défend son refus d'un vote de confiance sur Severstal, Les Echos, 13 juin 2006

Severstal annonce l'amélioration des termes de son mariage avec Arcelor, Les Echos, 21 juin 2006

Duel serré Mittal-Severstal pour séduire Arcelor, Les Echos 23 juin 2006

Arcelor-Mittal Steel : la fusion des géants de l'acier peut démarrer, Les Echos, 27 juillet 2006

Mittal fait appel de l'obligation de lancer une offre au Brésil, Les Echos, 18 août 2006

Brésil : Arcelor Mittal obligé de payer 50% de plus aux minoritaires, Les Echos, 23 mars 2007

Arcelor contraint de conserver le canadien Dofasco, Les Echos, 14 novembre 2006

Sidérurgie : ArcelorMittal finit par relever son offre sur Arcelor Brasil, Les Echos, 10 avril 2007

Arcelor Mittal a racheté sa filiale Brésilienne pour 3,96 milliards d'euros, Les Echos, 5 juin 2007

ArcelorMittal : les actionnaires approuvent la fusion définitive, Les Echos, 8 novembre 2007

Un ancien de Goldman Sachs condamné pour délit d'initié, Les Echos, le 24 octobre 2012

L'AMF notifie Elliott Management sur un possible manquement d'initié, Les Echos, 5 janvier 2013

L'AMF fait preuve d'une plus grande sévérité, Les Echos, 04 octobre 2012

Crible, Poker menteur, Les Echos, 13 juin 2006

Arcelor subit un revers dans sa défense, Les Echos, 19 juin 2006

Acier : Arcelor se résout à fusionner avec Mittal Steel, Les Echos, 26 juin 2006

Arcelor met en avant ses excellents résultats pour contrer l'OPA hostile, Les Echos, 17 février 2006

Les investisseurs prennent le pouvoir, Les Echos, 11 mai 2005

François Pinault, un soutien de poids pour Mittal, Les Echos, 10 mai 2006

Romain Zaleski franchit le seuil des 5%, Les Echos, 10 mai 2006

Blanche Segrestin, L'entreprise est bien plus que la simple propriété de ses actionnaires, Enjeux Les Echos, Décembre 2012 – Janvier 2013, p.48

b. L'AGEFI :

F. Berthat, Hedge funds: les activistes à l'assaut, l'Agefi, 14 septembre 2006

X. Diaz, « Nous sommes des banquiers pas des spécialistes en réorganisation », L'AGEFI Hebdo, 7 juin 2012

O. Pinaud, Dans la tourmente, la direction de Chesapeake accélère les cessions d'actifs, l'AGEFI Quotidien, 11 juin 2012

O. Pinaud, Le canadien Agrium se retrouve pris dans les griffes du fonds activiste Jana Capital, L'AGEFI Quotidien, 16 août 2012

O. Pinaud, Cinven met fin à six ans d'épreuve de force avec les hedge funds sur Camaïeu, L'AGEFI, 30 mars 2011

B. Menou, Le Qatar se dévoile en actionnaire activiste de Xsatra face à Glencore, L'AGEFI quotidien, 27 juin 2012

B. de Roulhac, TCI tacle la stratégie de Safran, L'AGEFI Quotidien, 11 octobre 2012

La commission des sanctions de l'AMF ouvre le dossier LVMH-Hermès, L'AGEFI Quotidien, 2 octobre 2012

Les bons de souscription d'actions, une arme anti-OPA déjà très populaire, l'Agefi, 21 avril 2006, p.14

Le Conseil Constitutionnel repousse la fusion GDF Suez, l'Agefi, 1<sup>er</sup> décembre 2006

#### c. La Tribune :

P. Besse-Bouvard, Foncières Paris France : les actionnaires rejettent tous les dispositifs anti-OPA, La Tribune, 8 décembre 2011

M. Cabirol, Un fonds activiste chahute la politique d'acquisitions de Safran, La Tribune, 11 octobre 2012

D. Cuny, Mc Graw-Hill, le propriétaire de Standard & Poor's, se recentre sur la finance, La Tribune, 27 novembre 2012

L. Fort, Pourquoi la plainte d'Hermès contre LVMH pourrait finalement être classée sans suite, La Tribune, 15 octobre 2012

C. Lejoux, Le capital-Investissement sous la pression des fonds activistes, La Tribune, 29 mai 2012

S. Sollier, Ces quatre assureurs vie se voient-ils en fonds activiste ?, La Tribune, 10 octobre 2012

Franchissements de seuil en cascade à la Bourse de Paris, La Tribune, 9 octobre 2012

LVMH-Hermès : l'AMF menace de sortir son carton rouge, La Tribune, 1 octobre 2012

#### d. L'Expansion.

N. Brafman, Le financier surf sur le grand bluff, L'expansion, le 15 février 2001

CE. Haquet, L'AMF tient les rumeurs d'OPA à l'œil, L'expansion, le 1<sup>er</sup> février 2007

e. Le Monde.

L. Girard, La pression monte sur Robert McDonald, le PDG de Procter & Gamble, Le Monde, 17 juillet 2012

C. Jakubyszyn, Le gouvernement lance la privatisation des autoroutes françaises, Le Monde, le 23 août 2005

F. Pinault ne lance pas d'offre sur Suez mais maintient le suspens, Le Monde, 19 janvier 2007

E. Pfmilin, Trading algorithmique : mobilization contre « la menace » des ordinateurs boursiers, Le Monde, 20 mai 2013

A. Tonnelier, Les prédateurs financiers se sont éloignés, Le Monde, 17 avril 2012

A. Tonnelier, En quête de rendements plus forts, les fonds souverains se font plus activistes, Le Monde, 3 octobre 2012

Plaidoyer de Dominique de Villepin en faveur d'un « *patriotisme économique* », Le Monde, 27 juillet 2005

N. Vulser, La famille Hermès renforce son emprise sur le sellier, Le Monde, 31 mai 2012

N. Vulser, Plaintes en séries entre Hermès et LVMH, Le Monde, 04 octobre 2012

Hermès-LVMH, Drôle de guerre, Le Monde, 6 septembre 2012

Prison ferme pour Rajat Gupta, star déchue de Wall Street, Le Monde, 25 octobre 2012

Un capital verouillé, Le Monde, 6 septembre 2012

f. La Croix.

La Croix, A qui appartient l'entreprise ?, Vendredi 7 septembre 2012

g. Le Figaro.

MC. Beuth, Le démantèlement de Yahoo! Se rapproche, Le Figaro, 19 janvier 2012

I. Chaperon, Un activiste vient perturber les projets de Baccarat, Le Figaro, 28 juin 2012

F. Collomp, Nestlé "réfléchit" à sa stratégie sur l'Oréal, Le Figaro économie, 25 août 2010

PY. Dugua, Carl Icahn pousse Netflix à se vendre ; le raider a pris 10% du capital du champion de la vidéo à la demande, Le Figaro, 2 novembre 2012

M. Golla, Safran envisage une OPA hostile sur Zodiac, Le Figaro économie, Le Figaro, 17 novembre 2010

E. Renault, « Il n'est pas question d'abandonner la commandite », Le Figaro, 20 avril 2010

N. Silbert et G. Poussié, Le duel Lagardère Wyser-Pratte devant les actionnaires, Le Figaro, 26 avril 2010

#### h. The Economist.

Hedge Funds. Dazed and confused. Hedge funds have had a horrible year – and it could get worse, The Economist, 3 décembre 2011

Où est Monsieur Paulson ?, The Economist, 28 juillet 2012

State Capitalism, Big brother is back, The Economist, 3 novembre 2012

Hedge Funds, Tuckin In, A rise in deal activity gives succour to merger-arbitrage funds, The Economist, 23 septembre 2010

Hovering Kraft, The Economist, 7 Septembre 2009

Kraft's bid for Cadbury: Unsweetened, The Economist, 9 Novembre 2009

Schumpeter: Food Fight, The Economist, 5 Novembre 2009

Manufacturing blues: Another one bites the dust, The Economist, 21 Janvier 2010

#### i. The Financial Times.

A. Barker et A. Sakoui, Hedge funds face losses over UPS-TNT deal, The Financial Times, 18 novembre 2012

T. Demos, NASDAQ and ICE try to woo arbitrage hedge funds, The Financial Times, 9 mai 2011

S. Jones, Hedge fund tells Mittal to think of his wife: renegotiate Arcelor Merger, FT Alphaville, 31 octobre 2007

S. Jones, Cayman Fund investors urge transparency, The Financial Times, 21 Novembre 2011

P. Thal Larsen, RBS consortium takes control of ABN, The Financial Times, 11 Octobre 2007

J. Plender, Arcelor, Mittal and the usual hedge fund suspect, The Financial Times, 25 juin 2006

L. Saigol and J. Politi, Arbitrageurs line up for M&A tightrope, The Financial Times, 24 septembre 2004

R. Sullivan, M&A proxy fights rise in Europe, The Financial Times, 9 décembre 2012

T. Tassell, The growing importance of arbitrage traders, The Financial Times, 27 octobre 2006

J. Wiggings, The inside story of the Cadbury takeover, The Financial Times, 12 mars 2010

J. Wiggins and Lina Saigol, Hedge fund interest in Cadbury increases, The Financial Times, 10 Novembre 2009

K. Backed to success in Cadbury Offer', The Financial Times, 11 novembre 2009

j. The New-York Times.

G. Morgenson, Pfizer and the proxy adviser, The New-York Times, 21 Avril 2006

J. Paulson doubles bet on Cadbury, The New York Times, Dealbook 11 novembre 2009

k. The Wall-Street Journal.

D. Cimilluca et Cecilie Rohwedder, Kraft wins a reluctant Cadbury with help of clock, hedge funds, The Wall Street Journal, 20 Janvier 2010

l. The Guardian.

L. Elliott, The sad lesson of Cadbury is the City still holds the whip, The Guardian, 19 janvier 2010

P. Inman, Union call for "Cadbury Law" to protect British industry, The Guardian, 6 avril 2010

D. Roberts, Cadbury's board agrees £12bn sales to Kraft, The Guardian, 19 janvier 2010

Timeline: Cadbury's fight against Kraft, The Guardian, 19 janvier 2010

m. Option Finance.

Arbitragistes : les grands gagnants des fusions, Option Finance, n°561, 6 septembre 1999, p.4

n. La Presse.

La Presse, édition affaires, La star de Wall-Street débarque à Montréal, 24 mars 2012

**5. Autres.**

a. Documents institutionnels :

Recommandation AMF n°2011-06 sur les agences de conseil en vote

Le *trading* haute fréquence vu de l'AMF, Arnaud Oseredzcuk, chef du service de la surveillance des marchés. [http://www.amf-france.org/documents/general/9905\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9905_1.pdf).

Document consulté le 30 novembre 2011.

Commission Européenne, Concentrations, la commission autorise la fusion de Gaz de France et de Suez, sous réserves de certaines conditions, 14 novembre 2006, IP/06/1558

b. Communiqués de Presse :

Communiqué de Presse de l'Autorité des Marchés Financiers du 20 juillet 2009

Communiqué de Presse du Conseil de l'Union Européenne 6625/12 du 21 février 2012

Communiqué de Presse de l'AMF, Ventes à découvert : Interdiction des transactions non sécurisées et transparence des positions courtes sur titres du secteur financier, 19 septembre

2008. [http://www.amf-france.org/documents/general/8421\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8421_1.pdf), lien consulté le 12 février 2013.

Communiqué de presse de l'AMF, Ventes à découvert : l'AMF prolonge les mesures exceptionnelles sur les valeurs financières jusqu'à fin janvier 2010 et publie ses recommandations pour l'adoption d'un régime permanent en Europe, 24 juillet 2009

Communiqué de Presse de l'AMF, l'AMF ajuste sa position concernant le roulement des positions courtes nettes créées avant sa décision du 11 août 2011, 18 août 2011

Communiqué de presse de l'AMF, Le collège de l'AMF prolonge l'interdiction des prises de position courte nette sur une liste de valeurs financières françaises, 25 août 2011

c. Notes et rapports de centre de réflexions, d'agence de conseil en vote et d'institutions:

Proxy Monitor 2011, A report on corporate Governance and shareholder activism, James R. Copland, September 2011

Le Club des Juristes, Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, Avril 2010

Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, 20 février 2010.

ISS, 2012 European Proxy Voting Summary Guidelines, 19 Décembre 2011, Antitakeover Mechanism:<http://www.issgovernance.com/files/2012ISSEuropeanSummaryGuidelineswithFRBurnRateTable.pdf>. Lien consulté le 25 août 2012.

Note d'information du Conseil Constitutionnel, Quelques éléments sur le droit de propriété. [http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank\\_mm/pdf/Conseil/propriet.pdf](http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank_mm/pdf/Conseil/propriet.pdf). Lien consulté le 18 février 2013.

Note d'information du Conseil Constitutionnel, La liberté d'entreprendre. [http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank\\_mm/pdf/Conseil/libent.pdf](http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank_mm/pdf/Conseil/libent.pdf). Lien consulté le 18 février 2013.

# Sommaire

<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>4</b>
<b>1. L'IDENTIFICATION DU CONTEXTE.....</b>	<b>5</b>
<i>a. L'identification rationae materiae.....</i>	<i>5</i>
i. Les offres publiques d'achat et les offres publiques d'échange.....	5
ii. Les offres publiques de retrait et le retrait obligatoire.....	9
<i>b. L'identification rationae temporis.....</i>	<i>11</i>
i. La période de vie normale.....	12
ii. La période d'offre publique.....	13
<b>2. L'IDENTIFICATION DES ACTEURS.....</b>	<b>14</b>
<i>a. Les hedge funds.....</i>	<i>15</i>
i. La recherche d'une définition et les principales caractéristiques.....	15
ii. L'évolution de ce secteur économique et de la réglementation.....	18
iii. Leur raison d'être économique et le recours à l'effet de levier.....	22
<i>b. Hedge funds et OPCVM.....</i>	<i>24</i>
i. Les véhicules juridiques et leur réglementation.....	24
ii. Leur modèle économique.....	26
<i>c. Les autres investisseurs institutionnels.....</i>	<i>28</i>
i. Les banques d'investissement.....	28
ii. Les fonds souverains et les fonds de pension.....	29
iii. Les autres investisseurs institutionnels.....	30
<b>3. L'IDENTIFICATION DES INCITATIONS AU COURT-TERMISME POUR LES ACTIONNAIRES.....</b>	<b>31</b>
<i>a. Les incitations en termes de rémunération.....</i>	<i>32</i>
i. L'attrait des <i>hedge funds</i> en termes de rémunération.....	32
<i>b. Les incitations structurelles.....</i>	<i>35</i>
i. La maximisation d'une puissance financière.....	35
ii. Les autres incitations.....	36
<i>c. L'exclusion des autres acteurs.....</i>	<i>37</i>
i. L'attrait des plus-values de court-terme.....	37
ii. Une incitation salariale moins développée entraînant moins d'activisme.....	38
iii. L'absence de maximisation de la puissance financière.....	38
<b>4. UNE VISION UNIQUE DE L'ACTIONNAIRE.....</b>	<b>40</b>
<i>a. La difficile définition de l'actionnaire.....</i>	<i>40</i>
<i>b. Une conception de l'actionnaire reposant sur le droit de propriété.....</i>	<i>41</i>

<b>Première partie. La notion d'actionnaire de court-terme.....</b>	<b>43</b>
<b>Première sous-partie. Les stratégies de court terme.....</b>	<b>44</b>
<b>Chapitre 1. L'activisme.....</b>	<b>45</b>
<b>§1. LES STRATEGIES DES ACTIONNAIRES ACTIVISTES DANS LE CADRE DES OFFRES PUBLIQUES.....</b>	<b>46</b>
<b>A. LES STRATEGIES DES ACTIONNAIRES ACTIVISTES DANS LE CADRE DES OFFRES PUBLIQUES.....</b>	<b>47</b>
1. <i>Les stratégies employées par les activistes en fonction des différentes opérations.....</i>	47
a. Le rôle des fonds activistes dans les offres publiques d'achat ou d'échange.....	47
b. Le rôle des fonds activistes lors des offres publiques de retrait.....	51
2. <i>L'approche financière de ces opérations.....</i>	53
a. Les opportunités financières.....	53
b. Les possibilités d'arbitrage pour les fonds activistes.....	55
<b>B. LES STRATEGIES ACTIONNARIALES GENERALEMENT DEPLOYEES.....</b>	<b>58</b>
1. <i>La crédibilité acquise par les fonds activistes sur les marchés.....</i>	58
a. Le développement de l'activisme actionnarial.....	59
b. La crédibilité des stratégies d'activisme actionnarial.....	65
2. <i>La maximisation de la puissance financière.....</i>	69
a. La création d'un effet de masse.....	69
b. Le rôle des agences de conseil en vote.....	71
<b>§2. ILLUSTRATION DE L'INTERVENTION DES FONDS ACTIVISTES DANS LES OFFRES PUBLIQUES.....</b>	<b>75</b>
<b>A. L'INTERVENTION DES ACTIONNAIRES ACTIVISTES DANS LES OPA-OPE.....</b>	<b>76</b>
1. <i>Les fonds activistes : créateurs d'offres.....</i>	76
b. L'exemple de GDF-Suez.....	79
2. <i>Les fonds activistes : juges de l'offre.....</i>	82
a. L'exemple Deutsche-Borse et du LSE.....	82
b. La suite : l'exemple Euronext et NYSE.....	86
<b>B. L'INTERVENTION DES ACTIONNAIRES ACTIVISTES DANS LES OFFRES PUBLIQUES DE RETRAIT.....</b>	<b>88</b>
1. <i>La stratégie de blocage de l'offre.....</i>	89
a. L'exemple Camaïeu.....	89
b. L'exemple de l'offre d'Eiffarie sur APRR.....	91
2. <i>La comparaison des deux stratégies.....</i>	93
a. Les éléments communs.....	93
b. Les éléments de différenciation.....	96
<b>Chapitre 2. L'arbitrage.....</b>	<b>99</b>
<b>§1. L'ARBITRAGE FINANCIER DANS LES OFFRES PUBLIQUES.....</b>	<b>100</b>

<b>A. L'ARBITRAGE DANS LES OFFRES PUBLIQUES.</b>	<b>100</b>
1. <i>Les fonds arbitragistes dans les offres publiques.</i>	100
a. L'arbitrage financier.	101
b. Les stratégies des actionnaires arbitragistes.	103
2. <i>L'arbitrage dans les offres publiques.</i>	106
a. Les possibilités d'arbitrage.	107
b. Le rôle des investisseurs arbitragistes.	109
<b>B. L'ARBITRAGE : UN COMPORTEMENT AUTONOME.</b>	<b>112</b>
1. <i>Les particularités de l'arbitrage financier.</i>	113
a. Un comportement particulier.	113
b. Un comportement généralisé à l'ensemble des acteurs.	115
2. <i>Les différences avec les acteurs du marché.</i>	116
a. Les éléments généraux de différenciation avec l'activisme.	117
b. Les éléments généraux de différenciation entre les arbitragistes.	120
<b>§2. UNE DIFFERENCIATION DIFFICILEMENT APPLICABLE.</b>	<b>122</b>
<b>A. LE RAMASSAGE DE TITRES SUR LE MARCHÉ.</b>	<b>122</b>
1. <i>L'achat d'actions en propre par les arbitragistes et les activistes.</i>	122
a. Les droits et obligations attachés aux actions.	123
b. Le ramassage des titres.	126
2. <i>La finalité de cette participation : outil de distinction.</i>	129
a. L'utilisation politique de cette participation par l'activiste.	129
b. L'utilisation financière de la participation : la vente à découvert.	138
<b>B. L'UTILISATION DE LA DISSOCIATION ENTRE LE CAPITAL ET LE POUVOIR.</b>	<b>140</b>
1. <i>L'empty voting.</i>	141
a. L'empty voting et le mécanisme de la <i>record date</i> .	141
b. Le prêt et l'emprunt de titres.	145
2. <i>La nouvelle réglementation de ces pratiques.</i>	147
a. La réglementation introduite par la Loi de Régulation Bancaire et Financière.	148
b. L'utilisation de produits dérivés pour neutraliser le risque économique.	150
<b>Deuxième sous-partie. Le comportement de court-terme et la notion d'actionnaire de court-terme</b>	<b>154</b>
<b>Chapitre 1. Un comportement conforme à la qualification</b>	<b>155</b>
<b>§1. UN COMPORTEMENT A PRIORI CONFORME AU DROIT ACTUEL</b>	<b>156</b>
<b>A. LA PLACE DE L'ACTIONNAIRE DANS LES OFFRES PUBLIQUES</b>	<b>156</b>
1. <i>L'actionnaire au centre de l'offre.</i>	157
a. L'évolution historique.	157

b. L'actionnaire juge de l'offre.....	161
2. <i>L'arbitrage : une pratique à priori conforme.</i> .....	162
a. Une définition de l'actionnaire correspondant à l'arbitrage. ....	162
b. Les conséquences. ....	165
<b>B. UNE REGULATION DES OFFRES PUBLIQUES FAVORABLES A CES ACTIONNAIRES.</b> .....	<b>166</b>
1. <i>Les principes généraux des offres publiques.</i> .....	166
a. Les principes généraux gouvernant les offres publiques. ....	167
b. La protection des actionnaires. ....	170
2. <i>Une protection de l'actionnaire.</i> .....	174
a. Des principes protecteurs de l'ensemble des actionnaires. ....	174
b. L'absence d'encadrement des actionnaires. ....	176
<b>§2. LES RESULTATS MITIGES DE L'ARBITRAGE FINANCIER</b> .....	<b>179</b>
<b>A. UN RESULTAT GLOBALEMENT POSITIF POUR L'ACTIVISME.</b> .....	<b>179</b>
1. <i>La création de valeur actionnariale.</i> .....	179
a. Activisme et valeur actionnariale. ....	180
b. Le cas particulier de l'activisme en période d'offre publique.....	183
2. <i>Un bilan positif pour l'activisme actionnarial dans les offres publiques.</i> .....	184
a. La parfaite adéquation avec la place de l'actionnaire. ....	184
b. Un rôle généralement positif.....	186
<b>B. LES RESULTATS ET EFFETS DE L'ARBITRAGE FINANCIER DANS LES OFFRES PUBLIQUES.</b> .....	<b>188</b>
1. <i>Un succès en termes financiers.</i> .....	188
a. Les retours financiers.....	188
b. La relation avec le prix de l'offre. ....	191
2. <i>Une influence sur le mécanisme de l'offre.</i> .....	195
a. L'importance du phénomène. ....	196
b. La relation avec le succès de l'offre.....	199
<b>Chapitre 2. Un comportement dérogeant à l'esprit du texte</b> .....	<b>205</b>
<b>§1. UN PHENOMENE NOUVEAU DANS LES OFFRES PUBLIQUES</b> .....	<b>206</b>
<b>A. UN PHENOMENE BOULEVERSANT LE MECANISME DES OFFRES PUBLIQUES : LE TRIOMPHE DU COURT-TERME.</b> .....	<b>206</b>
1. <i>La remise en cause du long-terme par les arbitragistes.</i> .....	207
a. Les marchés financiers et le long-terme. ....	207
b. La problématique du court-termisme. ....	209
2. <i>La prise de conscience du phénomène</i> .....	213
a. Les exemples : l'offre de Kraft sur Cadbury et l'offre de Mittal Steel sur Arcelor.....	213
b. Les réactions suscitées par cette offre et les réflexions sur le court-termisme.....	223
<b>B. UN PHENOMENE POSANT DE NOUVEAUX PROBLEMES.</b> .....	<b>231</b>
1. <i>Les problèmes techniques posés par les arbitragistes.</i> .....	231

a. L'inefficience.....	232
b. L'absence d'incitation à contrôler les dirigeants.....	234
2. <i>La remise en cause du système</i> .....	236
a. Le marché efficient : un fondement remis en cause.....	236
b. L'autonomie de la prise de décision.....	239
<b>§2. L'ABSENCE DE CORRELATION ENTRE L'ARBITRAGE ET LA VISION DE L'ACTIONNAIRE PENDANT L'OFFRE PUBLIQUE</b> .....	<b>241</b>
<b>A. L'INFORMATION : LA VISION D'UN ACTIONNAIRE IMPLIQUE SUR LE LONG-TERME</b> .....	<b>242</b>
1. <i>L'information communiquée à l'occasion d'une offre publique</i> .....	242
a. L'information communiquée par l'initiateur.....	242
b. L'information communiquée par la société cible.....	247
2. <i>La volonté de la prise en compte de la société</i> .....	251
a. Une information spécifique.....	251
b. Une information dépassant le seul prix.....	253
<b>B. L'ARBITRAGE FINANCIER NE CORRESPOND PAS A LA VISION DE L'ACTIONNAIRE</b> .....	<b>257</b>
1. <i>La législation envisage une approche plurale</i> .....	257
a. La distinction de l'actionnaire et du prix.....	258
b. La place pour les autres critères.....	260
2. <i>Une vision d'un actionnaire de long-terme</i> .....	263
a. La vision d'un actionnaire dans le pacte social.....	264
b. La liberté des actionnaires.....	266
<b>Deuxième Partie. Le régime de l'actionnaire de court-terme</b> .....	<b>270</b>
<b>Première sous-partie. Le régime de lege lata: la permissivité</b> .....	<b>271</b>
<b>Chapitre 1. L'absence de protection légale</b> .....	<b>272</b>
<b>§1. LES DEFENSES DECOULANT DE LA LEGISLATION</b> .....	<b>273</b>
<b>A. LA TRANSPARENCE DES PARTICIPATIONS</b> .....	<b>273</b>
1. <i>L'obligation légale de déclaration des franchissements de seuils</i> .....	273
a. L'information du marché.....	274
b. Les sanctions.....	278
2. <i>La réponse législative aux tentatives de contournement</i> .....	281
a. La prise de conscience des lacunes de la législation.....	282
b. Le régime actuel et l'arbitrage financier.....	288
<b>B. LES BARRIERES AUX PRISES DE CONTROLE RAMPANTES</b> .....	<b>294</b>
1. <i>L'action de concert</i> .....	294
a. Le régime issu de la Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.....	295

b. La difficile appréhension des actions de concert des actionnaires arbitragistes.....	300
2. <i>L'offre publique obligatoire.</i> .....	304
a. Le régime issu de la Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de <i>régulation bancaire et financière.</i> .....	304
b. L'offre publique obligatoire, une limite absolue à l'activisme.....	307
<b>§2. LES DEFENSES A DISPOSITION DE LA SOCIETE. ....</b>	<b>308</b>
<b>A. LES MESURES DE DEFENSE STATUTAIRES. ....</b>	<b>309</b>
1. <i>Les mesures préventives.</i> .....	309
a. La transparence statutaire.....	309
b. Le plafonnement des droits de vote.....	312
2. <i>Les mesures de défense en assemblée générale.</i> .....	315
a. La discussion avec les actionnaires.....	315
b. Les moyens de fidélisation. ....	317
<b>B. L'UTILISATION STRATEGIQUE DU DROIT PENAL DES AFFAIRES ET DES REGLES PORTANT SUR LES ABUS DE MARCHE. ....</b>	<b>319</b>
1. <i>Une voie de défense envisageable.</i> .....	320
a. Les actionnaires arbitragistes et les opérations d'initiés.....	320
b. Les arbitragistes et la manipulation de cours.....	326
2. <i>Une efficacité à démontrer.</i> .....	328
a. Les limites.....	328
b. Les risques pesant sur les arbitragistes.....	330
<b>Chapitre 2. Les limites de la protection par le contrôle de l'actionariat.....</b>	<b>333</b>
<b>§1. LA DOUBLE UTILISATION DES MESURES DE DEFENSE ANTI-OPA. ....</b>	<b>334</b>
<b>A. L'UTILISATION DES MESURES DE DEFENSE ANTI-OPA POUR SE PROTEGER DES ACTIONNAIRES DE COURT-TERME. ....</b>	<b>334</b>
1. <i>La possible utilisation de certaines mesures de défense anti-OPA pour contrer les actionnaires de court-terme.</i> .....	335
a. La double utilisation de ces mesures.....	335
b. Une stratégie uniquement préventive.....	337
2. <i>La défense par la valorisation.</i> .....	339
a. La maximisation de la valorisation de la société.....	339
b. L'utilisation de cet outil pour contrer les actionnaires de court-terme.....	343
<b>B. L'INUTILITE DES MESURES NE PORTANT PAS SUR LE CONTROLE DE LA SOCIETE. ....</b>	<b>345</b>
1. <i>L'efficacité contrastée de ces mesures.</i> .....	345
a. L'inefficacité du recours aux tiers.....	345
b. L'efficacité relative de la réduction de l'attractivité de la cible .....	348
2. <i>L'utilisation des droits de vote doubles.</i> .....	351
a. Les droits de vote doubles.....	351
b. L'efficacité de la mesure.....	353
<b>§2. L'UTILISATION DU CONTROLE ACTIONNARIAL. ....</b>	<b>356</b>

<b>A. LA CONSTITUTION D'UN ACTIONNARIAT STABLE</b> .....	<b>356</b>
1. <i>La présence des salariés au capital</i> .....	356
a. Les moyens .....	357
b. L'utilisation .....	358
2. <i>La stabilisation de l'actionnariat</i> .....	359
a. Le pacte d'actionnaires .....	360
b. Le recours à l'ingénierie sociétaire .....	362
<b>B. UN OUTIL EFFICACE POUR CONTRER LES ARBITRAGISTES</b> .....	<b>365</b>
1. <i>Les limites spécifiques à certaines opérations</i> .....	365
a. Les limites des pactes d'actionnaires .....	365
b. Les limites au recours à l'ingénierie sociétaire .....	369
2. <i>Une stratégie efficace contre les actionnaires arbitragistes</i> .....	372
a. Les limites économiques .....	372
b. Une efficacité contre les actionnaires arbitragistes .....	377
<b>Deuxième sous-partie. Le régime de lege ferenda: la discrimination</b> .....	<b>380</b>
<b>Chapitre 1. La difficulté d'une solution générale</b> .....	<b>381</b>
<b>§1. L'ARBITRAGE ET L'ABUS DE MINORITE</b> .....	<b>382</b>
<b>A. LA CONTRARIÉTÉ À L'INTÉRÊT SOCIAL</b> .....	<b>383</b>
1. <i>La question de l'intérêt social</i> .....	383
a. L'intérêt social : intérêt des seuls actionnaires ? .....	384
b. L'intérêt social : intérêt de la société ? .....	389
2. <i>Une conception mixte de l'intérêt social</i> .....	393
a. L'apport de la jurisprudence .....	393
b. Le triomphe d'une conception dualiste .....	396
<b>B. LA FAVORISATION DE L'INTÉRÊT PERSONNEL DE L'ACTIONNAIRE</b> .....	<b>400</b>
1. <i>La rupture du pacte social</i> .....	400
a. La poursuite d'un intérêt personnel .....	400
b. L'appréciation au regard de l'abus de droit .....	404
2. <i>Une pratique confinante à l'abus de minorité</i> .....	407
a. L'arbitrage confine à l'abus de minorité .....	407
b. Une application limitée .....	409
<b>§2. L'ÉMERGENCE DE DEVOIRS POUR L'ACTIONNAIRE</b> .....	<b>411</b>
<b>A. LA VISION D'UN ACTIONNAIRE ENGAGÉ ET LOYAL</b> .....	<b>412</b>
1. <i>Les devoirs de l'actionnaire</i> .....	412
a. Le principe de liberté .....	412
b. La volonté d'impliquer les actionnaires .....	415

2. <i>La loyauté de l'actionnaire</i> .....	419
a. Le fondement de la loyauté de l'actionnaire. ....	419
b. La forme d'un devoir de loyauté de l'actionnaire.....	422
<b>B. LA LOYAUTE : UN PRINCIPE TRANSCENDANT LE DROIT FRANÇAIS. ....</b>	<b>426</b>
1. <i>La loyauté en droit des sociétés.</i> .....	427
a. Les exemples de loyauté en droit des sociétés.....	427
b. Les exemples de la loyauté en droit financier. ....	429
2. <i>La loyauté de l'actionnaire.</i> .....	435
a. Un mouvement général. ....	435
b. Une obligation restreinte et universelle.....	440
<b>Chapitre 2. La nécessité de solutions particulières.....</b>	<b>442</b>
<b>§1. EGALITE DES ACTIONNAIRES ET DIVERSITE DE L'ACTIONNARIAT. ....</b>	<b>443</b>
<b>A. LA CONSECRATION D'UNE NOUVELLE SUMMA DIVISIO. ....</b>	<b>443</b>
1. <i>La thèse de la distinction entre les actionnaires et les bailleurs de fonds.</i> .....	444
a. La thèse défendue par François-Xavier Lucas.....	444
b. Les critiques de cette thèse. ....	447
2. <i>La consécration de cette thèse.</i> .....	450
a. Le renforcement de la distinction.....	450
b. Une summa divisio présente dans les offres publiques.....	454
<b>B. LE BOULEVERSEMENT DU DROIT DES OFFRES PUBLIQUES.....</b>	<b>456</b>
1. <i>Le droit des offres publiques découle de l'égalité.</i> .....	457
a. L'égalité : fondement des offres publiques. ....	457
b. Les manifestations de ce principe. ....	461
2. <i>Egalité et diversité des actionnaires.</i> .....	464
a. L'évolution en profondeur des marchés financiers. ....	464
b. La remise en cause de l'égalité des actionnaires ? .....	468
<b>§2. LES EVOLUTIONS POUR REFONDER LE DROIT DES OFFRES PUBLIQUES. ....</b>	<b>470</b>
<b>A. LA PLACE DES DIRIGEANTS DANS LES OFFRES PUBLIQUES.....</b>	<b>470</b>
1. <i>Les défenses anti-OPA depuis la Directive concernant les offres publiques d'acquisition du 21 avril 2004.</i> .....	471
a. L'obligation de neutralité des dirigeants. ....	471
b. Les exceptions à cette obligation de neutralité des dirigeants.....	481
2. <i>Une évolution souhaitable de cette neutralisation.</i> .....	488
a. Une neutralisation apparaissant excessive.....	488
b. Les évolutions possibles. ....	492
<b>B. LES REFORMES ENVISAGEES POUR CONTENIR LE PHENOMENE. ....</b>	<b>496</b>
1. <i>Les modifications envisagées.</i> .....	496

a. L'instauration d'une majorité qualifiée. ....	497
b. L'abaissement du franchissement de seuil. ....	501
2. <i>La privation du droit de vote lors de l'assemblée générale.</i> .....	503
a. Réserver le droit de vote aux actionnaires de long-terme.....	503
b. Les risques juridiques. ....	505
<b>Conclusion générale.....</b>	<b>510</b>
<b>Bibliographie indicative.....</b>	<b>514</b>

**Annexe. Liste des personnes rencontrées dans le cadre de la thèse.**

Karine Angel, Counsel, Bredin Prat

Bertrand Durupt et Géraldine Périchon, Direction des émetteurs, Division des offres publiques, Autorité des marchés financiers

Alexis Marraud des Grottes, Docteur en Droit, Avocat associé, Orrick Rambaud Martel

Frédéric Peltier, Docteur en Droit, Avocat associé, Viguié, Schmidt, Peltier et Juvigny

Hubert Segain, Avocat associé, Herbert Smith LLP

Pierre Servan Schreiber, Avocat aux barreaux de Paris et de New-York, Ancien membre du conseil de l'ordre de Paris, Avocat Associé, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP

Hubert de Vauplane, Docteur en droit, Avocat associé, Kramer, Levin, Naftalis & Frankel LLP

Guillaume de Martel, Vice-President Equity and Derivatives, JP Morgan, Londres