

**Rapport du groupe de travail  
Sur la transposition de la directive  
Concernant les offres publiques d'acquisition**

***Jean-François Lepetit***

***27 juin 2005***

# Table des matières

---

Lettre de mission .....	3
Résumé .....	4
Préambule .....	6
I. Introduction .....	7
II. Article 11 .....	8
1. L'article 11 en période d'offre publique .....	8
1.1. Les effets de l'article 11 en période d'offre publique.....	8
1.2. Un dispositif rigide et d'interprétation incertaine .....	9
1.3. Recommandation du groupe de travail.....	10
2. L'article 11 à l'issue d'une offre publique.....	11
2.1. Rendre la prise de contrôle effective une fois une offre réussie .....	11
2.2. Recommandation du groupe de travail.....	11
III. Article 9 .....	12
1. Quelle gouvernance d'entreprise en période d'offre publique ? .....	12
2. Comparaison des effets de l'article 9 et du droit français .....	12
2.1. Le droit français a aujourd'hui des effets très proches de ceux de l'article 9	13
2.2. L'article 9 renforcerait la légitimité de l'assemblée générale pour prendre des mesures de défense.....	14
3. Recommandation du groupe de travail .....	14
IV. Egalité des conditions de jeu .....	15
1. Article 12 et clause de réciprocité.....	15
2. Recommandation du groupe de travail.....	16
3. Réponse aux interrogations sur le fonctionnement de la réciprocité .....	16
Annexe I – Membres du groupe de travail et rapporteur.....	20
Annexe II – Proposition de texte de transposition.....	21

## Lettre de mission



LE MINISTRE D'ETAT,  
MINISTRE DE L'ECONOMIE  
DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE

Paris, le 18 novembre 2004

Monsieur,

La directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition doit être transposée d'ici le 20 mai 2006. Cette directive harmonise, sur le plan européen, les règles de procédure et de calendrier des offres publiques ainsi que les règles d'offre publique obligatoire.

La directive comporte par ailleurs deux articles visant à limiter et à encadrer le recours par les sociétés européennes à des mécanismes de défense anti-OPA. Ces articles ne sont toutefois pas d'application obligatoire par les Etats membres qui disposent, en vertu de la directive, de l'option de ne pas les appliquer. Si un Etat membre exerce cette option, il doit néanmoins autoriser ses entreprises à les appliquer sur une base volontaire. La directive ouvre, enfin, la faculté pour les Etats membres de recourir à une clause dite de réciprocité permettant aux sociétés de ne pas appliquer ces articles dès lors qu'elles font l'objet d'une offre publique initiée par une société qui ne les applique pas.

Les choix retenus par la France auront une incidence significative sur la compétitivité et l'image de notre économie, les droits des actionnaires minoritaires et le positionnement de nos entreprises dans un éventuel mouvement de concentration européen. L'opportunité de ces choix doit s'apprécier au regard de l'efficacité de notre droit actuel et des intentions de nos partenaires européens.

Dans ce contexte, je souhaite vous confier l'animation d'une mission d'analyse des choix de transposition les plus à même de favoriser en France la croissance et l'emploi.

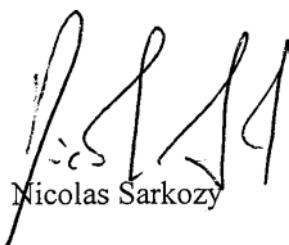
Sous votre présidence, cette mission d'analyse et de proposition devrait associer un juriste spécialiste de ces questions, un représentant d'entreprise cotée et un représentant des investisseurs. Elle procédera à l'audition de toutes les parties prenantes, en France et dans les autres pays européens.

La direction du Trésor vous apportera tout le concours nécessaire à la bonne réalisation de cette mission, à laquelle l'Autorité des marchés financiers sera étroitement associée.

Vous voudrez bien me proposer sous une semaine les noms des personnalités qui vous paraissent les mieux à même d'apporter leurs compétences à cette mission, dont je souhaite qu'elle me présente un premier rapport d'ici le 31 mars 2005.

Je vous prie de croire, Monsieur, à l'assurance de ma considération distinguée.

Monsieur Jean-François Lepetit  
24, Rue Saint Nom  
78112 Fourqueux



Nicolas Sarkozy

## Résumé

Les offres publiques constituent un des moyens de restructuration du tissu économique et d'évolution des entreprises

La directive européenne concernant les offres publiques d'acquisition, adoptée le 25 avril 2004, crée un cadre européen pour le déroulement des offres publiques en Europe. Son article 9 définit un régime européen de gouvernance d'entreprise en période d'offre publique : toute mesure de défense doit être approuvée durant l'offre par les actionnaires de la société cible. Son article 11 lève certains obstacles aux offres publiques : les droits de vote multiple (à l'exclusion des droits de vote double) et les dispositions statutaires et contractuelles (pactes d'actionnaires) qui restreignent le transfert des actions ou l'exercice des droits de vote de la cible d'une offre sont ainsi suspendus en période d'offre.

Au plan européen, il a toutefois été décidé que ces deux articles étaient d'application optionnelle, chaque pays décidant de les retenir ou non à l'occasion de la transposition de la directive. Dans un souci d'équilibre, l'Europe donne également aux Etats-membres la faculté d'introduire dans leur droit national un principe de réciprocité (article 12 de la directive) permettant à une société de suspendre l'application des articles 9 et 11 lorsqu'elle devient la cible d'un initiateur qui ne les applique pas.

Le groupe de travail recommande de ne pas transposer l'article 11 en droit français. En effet, s'il importe de promouvoir des structures de capital ouvertes, le moyen proposé par l'article 11 (suspension des effets de certains contrats en période d'offre) apparaît disproportionné au regard de l'objectif poursuivi. En particulier, la transposition de l'article 11 constituerait en réalité une entrave importante à la liberté contractuelle et pourrait priver investisseurs et entrepreneurs de solutions de financement et de contrôle flexibles. Par ailleurs, le droit français, qui allie flexibilité et transparence des pactes d'actionnaires constitue un équilibre préférable : la flexibilité facilite un fonctionnement efficace de l'économie tandis que la transparence permet aux investisseurs de faire pression pour promouvoir, le cas échéant, les principes posés par l'article 11.

Nous recommandons toutefois la transposition de l'une des dispositions de l'article 11 qui prévoit que les clauses de plafonnement des droits de vote sont suspendues à l'occasion de la première assemblée générale qui suit une offre réussie. Cette disposition relève de la logique : une fois une offre publique réussie, un initiateur doit pouvoir disposer du contrôle effectif de la société cible.

L'article 9 définit un régime européen de gouvernance d'entreprise en période d'offre publique. Le droit français produit aujourd'hui des effets très proches de ce standard tandis que son adoption conforterait l'image d'ouverture de la France auprès des investisseurs étrangers. Le groupe de travail estime par conséquent qu'il est dans l'intérêt de la France, mais sous la stricte réserve d'une égalité des conditions de jeu entre pays, d'adopter le régime européen et recommande la transposition de l'article 9.

En supprimant toute capacité autonome des organes d'administration ou de direction pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre publique, il existe un risque que l'article 9 conduise à désavantager les sociétés qui auront adopté le régime européen au profit de celles disposant d'une plus grande marge de manœuvre.

La directive reconnaît pleinement ce risque et ouvre la possibilité aux Etats européens d'introduire dans leur droit national une clause dite de réciprocité qui permet aux sociétés appliquant le régime européen de retrouver des marges de manœuvre pour prendre des

mesures de défense lorsqu'elles font l'objet d'une offre initiée par une société qui ne l'applique pas.

Le groupe de travail juge indispensable que soit instaurée une parfaite égalité des conditions de jeu entre acteurs de pays différents et recommande à cet effet l'introduction en France de la clause de réciprocité.

## **Préambule**

Par lettre de mission en date du 18 novembre 2004, le Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a demandé que soient étudiés les choix de transposition que soulève la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition.

Cette directive, adoptée le 25 avril 2004, doit être transposée avant le 20 mai 2006. Elle ouvre trois options aux Etats européens à l'occasion de la transposition : deux articles (9 et 11) sont ainsi d'application facultative tandis qu'elle ouvre la possibilité pour ces Etats d'introduire dans leur droit national une clause dite de réciprocité. Ce rapport s'attache à analyser les différents choix de transposition ouverts à la France et recommande un scénario à privilégier.

Pour enrichir sa réflexion, notre groupe de travail a conduit une trentaine d'auditions de dirigeants d'entreprises, d'avocats et de banquiers d'affaires, de représentants d'investisseurs institutionnels ou individuels, nationaux et internationaux et d'associations professionnelles.

La première section de ce rapport s'intéresse à la transposition de l'article 11 et déconseille son introduction en droit français. La seconde analyse l'impact qu'aurait l'article 9 en droit français et recommande sa transposition. La troisième section affirme la nécessité de prévoir en droit français un mécanisme de réciprocité.

**Jean-François Lepetit**

## **I. Introduction**

La directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition, adoptée le 25 avril 2004 après plus de quatorze années de négociation, doit être transposée avant le 20 mai 2006. Elle avait initialement pour ambition d'introduire en Europe un cadre juridique harmonisé pour le déroulement des offres publiques. Elle s'articule autour de dispositions de deux natures : de droit boursier d'une part et de droit des sociétés d'autre part.

Sur le plan du droit boursier, la directive qui harmonise les règles de déroulement des offres (calendrier, information du public) et de protection des actionnaires minoritaires (offre publique obligatoire, offre de retrait et retrait obligatoire) en Europe constitue une avancée importante. Si ces mesures existent pour la plupart déjà en droit français, les acteurs français bénéficieront en revanche de la convergence des réglementations européennes qui facilitera les opérations de restructuration transfrontières.

La directive traite par ailleurs de l'encadrement des mesures de défense contre les offres publiques. Un compromis n'a cependant pu être trouvé au sein du Conseil qu'en rendant optionnelle l'application par les Etats membres de ses principales dispositions (les articles 9 et 11) et en ouvrant la possibilité pour les Etats européens d'exempter leurs sociétés de l'application de ces articles lorsqu'elles font l'objet d'une offre initiée par une société qui ne les applique pas (clause dite de réciprocité, article 12).

### ***Description sommaire des articles 9 et 11***

L'article 9 prévoit que toute action, prise en période d'offre publique par une société qui fait l'objet d'une offre publique et qui est susceptible de faire échouer l'offre doit faire l'objet d'une approbation par son assemblée générale. Il s'agit donc d'une répartition ad hoc (au sens où celle-ci se distingue du régime de droit commun) des pouvoirs entre les dirigeants et l'assemblée générale en période d'offre ; cette dernière se voit attribuer des pouvoirs habituellement entre les mains des dirigeants dès lors que leur exercice est susceptible de faire échouer l'offre.

L'article 11 rend inopposables à l'offrant, en période d'offre, toutes les clauses statutaires ou présentes dans des pactes d'actionnaires dont l'objet est de restreindre le transfert ou de limiter l'exercice des droits de vote (clauses d'agrément, de préemption, portes de sortie prioritaires, etc.). Il suspend également les droits de vote multiple en période d'offre publique.

### ***Fonctionnement des options***

La directive prévoit explicitement que chaque Etat européen peut décider de ne pas imposer l'application des articles 9 et/ou 11 à ses entreprises. Toutefois, si un Etat décide de ne pas imposer l'application de l'un ou l'autre article, il doit néanmoins permettre à ses entreprises de l'appliquer sur une base volontaire en insérant ces mesures dans leurs statuts.

### ***Fonctionnement de la clause de réciprocité***

Dans les deux cas, la directive ouvre la possibilité aux Etats européens d'introduire dans leur droit national une clause dite de réciprocité selon laquelle leurs sociétés qui appliquent les articles 9 et/ou 11 peuvent ne pas les appliquer lorsqu'elles font l'objet d'une offre initiée par une société qui ne les applique pas.

Dans le cas où la France déciderait de ne pas imposer l'application obligatoire des articles 9 et 11, la clause de réciprocité ne trouverait à s'appliquer qu'aux seules sociétés qui auraient décidé de les appliquer sur une base volontaire.

\* \* \*

Ce rapport s'intéresse successivement aux articles 11, 9 et 12 de la directive. Pour chacun de ces articles, il présente l'impact qu'aurait leur introduction en droit français, il évalue les avantages et inconvénients d'une transposition et recommande enfin un choix de transposition.

## **II. Article 11**

Les dispositions de l'article 11 s'appliquent pour partie en période d'offre publique et pour le reste lors de la première assemblée générale qui suit une offre réussie.

### **1. L'article 11 en période d'offre publique**

#### **1.1. Les effets de l'article 11 en période d'offre publique**

En période d'offre publique, l'article 11 vise d'une part à limiter à un droit de vote les actions à droit de vote "multiple" à l'occasion des assemblées générales décidant de mesures de défense et d'autre part à lever les obstacles statutaires ou contractuels au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la société cible.

##### **• *Limitation des droits de vote "multiple"***

Le groupe d'experts en droit des sociétés dont les travaux ont inspiré la version finale de la directive préconisait<sup>1</sup> la stricte proportionnalité entre participation au contrôle (exercice des droits de vote) et au capital des sociétés à l'occasion des assemblées générales tenues en cours d'offre publique et décidant de mesures de défense. Cette proportionnalité visait à favoriser, en pareil cas, une décision de l'assemblée motivée par des considérations économiques. La proportionnalité entre participation au capital et au contrôle avait en effet pour objectif d'empêcher qu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires ne parvienne à emporter la décision sans avoir à en supporter les conséquences économiques (via sa participation au capital) à hauteur de son pouvoir au sein de la cible (via sa participation au contrôle). En accord avec ce principe, l'article 11 prévoit que les actions à droits de vote "multiple" ne confèrent qu'un droit de vote lors de ces assemblées.

Il est important de noter que la suppression des droits de vote "multiple" ne vise que certaines actions définies par la directive comme des "titres inclus dans une catégorie séparée et distincte et conférant chacun plus d'une voix"<sup>2</sup>. Les actions à droit de vote double "à la française" ne constituent pas une telle "catégorie séparée et distincte" : en effet, le droit de vote double récompense, en France, la fidélité de l'actionnaire et toute action ordinaire est susceptible (si les statuts de la société émettrice de l'action le prévoient) de procurer à son détenteur un droit de vote double après au moins deux années de détention ininterrompue. En outre, l'action perd son droit de vote double lorsqu'elle est cédée : ce droit est ainsi une caractéristique attachée au détenteur et non au titre lui-même.

Le groupe de travail constate que les actions à droit de vote double "à la française" n'entrent pas dans le champ d'application de l'article 11 dont l'éventuelle transposition serait par conséquent sans incidence sur le mécanisme de fidélisation des actionnaires souhaité par le législateur français.

##### **• *Lever les obstacles contractuels ou statutaires aux offres publiques***

L'article 11 lève les obstacles contractuels ou statutaires au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la société cible d'une offre publique. A cet effet, il suspend les effets des clauses statutaires ou contractuelles qui restreignent l'exercice des droits de vote en période d'offre publique. Il rend également inopposable à l'initiateur d'une offre les clauses statutaires ou contractuelles prévoyant des restrictions au transfert des actions de la société cible.

En application de ces dispositions, les pactes d'actionnaires prévoyant des restrictions à l'exercice des droits de vote et les clauses statutaires de plafonnement des droits de vote

---

<sup>1</sup> Cf. "Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition", octobre 2004.

<sup>2</sup> Voir article 2, paragraphe 1<sup>er</sup>, point g).

seraient suspendus en période d'offre. Les pactes d'actionnaires qui entravent la capacité des parties au pacte de transférer leurs actions ainsi que les clauses statutaires d'agrément ou de préemption seraient en revanche inopposables à l'initiateur d'une offre publique.

#### *Clauses statutaires d'agrément et de préemption*

La suspension des clauses statutaires d'agrément ou de préemption est déjà prévue en droit français<sup>3</sup>. Cette disposition, aujourd'hui de niveau réglementaire, vise à garantir la parfaite négociabilité des titres de la société cible en période d'offre publique. Il convient de la maintenir. Le groupe de travail observe toutefois que la suspension de ces clauses, aujourd'hui prévue par le règlement général de l'AMF, relèverait plus adéquatement de la loi.

#### *Inopposabilité versus suspension*

L'interprétation juridique de l'inopposabilité à l'offrant des clauses contractuelles est difficile à interpréter. Le texte de la directive prévoit certes l'"inopposabilité" à l'offrant des pactes d'actionnaires<sup>4</sup> mais un considérant, censé éclairer l'interprétation de cette disposition, mentionne pour sa part la "suspension" des accords prévoyant des restrictions au transfert des actions<sup>5</sup>. D'autre part, le rapport du groupe d'experts présidé par M. Winter, qui a inspiré cette disposition, recommande également la suspension des effets des pactes d'actionnaires<sup>6</sup>.

Dans la pratique, l'inopposabilité d'un pacte d'actionnaires à l'offrant laisse entendre que ses effets perdurent entre les parties au pacte durant une offre publique, tandis que la suspension des effets revient en revanche à libérer intégralement les parties de leurs obligations contractuelles en cours d'offre. Il existe donc ici une incertitude juridique quant à la portée exacte ("inopposabilité" versus "suspension") des dispositions prévues par la directive.

Le droit français actuel ne connaît aucune disposition comparable. Les clauses contractuelles ou statutaires conservent aujourd'hui en France tous leurs effets en période d'offre publique dès lors qu'ils ont été rendus publics, leur suspension n'intervenant que comme sanction en cas de non publication.

### **1.2. Un dispositif rigide et d'interprétation incertaine**

- *Les difficultés d'interprétation de la directive fragiliseraient une éventuelle transposition de l'article 11***

L'article 11 n'est pas aisément à transposer compte tenu de ses difficultés d'interprétation. En effet, le législateur français devrait choisir entre "inopposabilité" et "suspension" des pactes d'actionnaires en période d'offre publique. L'interprétation de la directive étant incertaine, il

<sup>3</sup> Article 231-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

<sup>4</sup> Article 11, paragraphe 2 :

"Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe 1.

Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après l'adoption de la présente directive entre des détenteurs de titres de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe 1."

<sup>5</sup> Considérant (19) : "Les États membres devraient prendre les mesures nécessaires pour donner à tout offrant la possibilité d'acquérir un intérêt majoritaire dans d'autres sociétés et d'en exercer pleinement le contrôle. À cette fin, les restrictions au transfert de titres et aux droits de vote, les droits spéciaux de nomination et les droits de vote multiple devraient être supprimés ou suspendus pendant la période d'acceptation de l'offre et lorsque l'assemblée générale des actionnaires arrête des mesures de défense, décide de modifier les statuts de la société ou décide de révoquer ou de nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre. Lorsqu'un détenteur de titres subit un préjudice à la suite de la suppression de droits, une compensation équitable devrait être prévue, selon les modalités techniques fixées par les États membres."

<sup>6</sup> Cf. "Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition", 10 janvier 2002, pages 40 et 41.

existerait alors un risque que le texte de transposition français soit contesté à l'occasion d'une offre publique si la France venait à se réclamer d'une transposition de l'article 11.

- ***L'article 11 propose un dispositif d'application rigide***

Afin de lever certains obstacles aux offres publiques, l'article 11 limite les effets de clauses statutaires et contractuelles en période d'offre publique. Le groupe de travail estime qu'il s'agit d'une entrave forte à la liberté contractuelle.

Le droit français actuel repose au contraire sur une flexibilité importante qui permet aux actionnaires et aux sociétés d'aménager contractuellement des structures de contrôle et de capital adaptées à leurs besoins. Il prévoit en revanche une obligation de publication des pactes d'actionnaires qui garantit une parfaite transparence à l'égard du marché et permet à tous les acteurs de marché de connaître les conditions d'une prise de contrôle. La sanction qui accompagne le non respect de cette obligation (suspension des effets des pactes non publiés en période d'offre publique) en garantit l'efficacité.

A l'issue des auditions, le groupe de travail estime qu'il convient de préserver la flexibilité actuelle du droit français. Des structures de contrôle spécifiques favorisant des actionnaires fondateurs ou des clauses d'inaliénabilité temporaires des titres sont aujourd'hui couramment utilisées pour réunir les conditions favorables à l'entrée en bourse de petites et moyennes entreprises en recherche de relais de financement. Ces structures de contrôle et de capital profitent à la fois aux actionnaires fondateurs (qui peuvent préserver le contrôle de l'entreprise durant une période de transition et n'envisageraient pas d'entrer en bourse si tel n'était pas le cas), aux actionnaires (qui ont ainsi accès à des actifs nouveaux) et au développement de l'économie (la bourse offrant un relais de croissance pour l'entreprise). La contractualisation du contrôle peut donc profiter au marché dans son ensemble et faciliter le financement des entreprises.

Les auditions ont montré que les investisseurs partagent également cette analyse. Ils sont certes favorables à des structures de capital ouvertes et souscrivent, dans une certaine mesure, aux principes énoncés par l'article 11 mais ils estiment néanmoins trop rigide l'approche proposée par l'article 11. Ils souhaitent par conséquent préserver la situation actuelle. Sa flexibilité répond à leurs besoins contractuels tandis que la publicité des pactes leur donne le moyen d'exercer, lorsque nécessaire et pertinent, une pression sur les acteurs de marché pour promouvoir les principes énoncés par l'article 11.

### **1.3. Recommandation du groupe de travail**

#### ***Article 11 en période d'offre publique***

L'article 11 vise à lever les obstacles contractuels et statutaires aux offres publiques. Pour ce faire, il suspend les clauses présentes dans des statuts ou dans des pactes d'actionnaires qui prévoient des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote de la société cible d'une offre publique.

Il prévoit également que les actions à droit de vote "multiple" ne disposent que d'une voix en période d'offre. Cette mesure n'est cependant pas juridiquement applicable aux actions à droit de vote double "à la française".

Le groupe de travail est favorable à des structures de capital ouvertes et souscrit aux principes énoncés à l'article 11. Cependant, l'approche proposée par l'article 11 pour mettre en œuvre ces principes (suspension de contrats de droit privé) est trop rigide et pourrait priver investisseurs et entrepreneurs de solutions contractuelles de financement et de contrôle favorables à toutes les parties prenantes (comme par exemple pour l'entrée en bourse de PME). L'article 11 semble par ailleurs d'une interprétation juridique incertaine, ce qui plaide encore en faveur d'une non-transposition de cet article.

Le droit français, qui allie flexibilité contractuelle et transparence des pactes d'actionnaires constitue un équilibre préférable : la flexibilité facilite un fonctionnement efficace de

l'économie tandis que la transparence permet aux investisseurs de faire pression pour promouvoir, le cas échéant, les principes posés par l'article 11.

Le groupe de travail recommande par conséquent d'utiliser l'option ouverte par la directive<sup>7</sup> de ne pas transposer les dispositions de l'article 11 applicables en période d'offre publique<sup>8</sup>. Cette recommandation fait l'objet d'un consensus de place et correspond également au choix que feront une majorité de nos partenaires européens. Selon nos informations, seule la Grèce est ainsi susceptible de transposer l'article 11 dans son droit national parmi les 15 pays de l'Europe avant élargissement.

Nous recommandons également de donner force de loi à la disposition aujourd'hui présente dans le règlement général de l'AMF de suspension des effets des clauses statutaires d'agrément ou de préemption en période d'offre publique.

La directive impose toutefois à la France de permettre aux sociétés qui le souhaitent de transposer l'article 11 sur base volontaire<sup>9</sup>. Les dispositions prévues à cet article étant dérogatoires au droit commun, il est nécessaire de prévoir une telle faculté dans la loi. Le groupe de travail propose un texte législatif à cet effet en annexe.

## 2. L'article 11 à l'issue d'une offre publique

### 2.1. Rendre la prise de contrôle effective une fois une offre réussie

Au delà de ses effets en période d'offre, l'article 11 vise également à lever tous les obstacles qui s'opposent à une prise de contrôle effective à l'issue d'une offre publique réussie. Pour ce faire, il prévoit notamment que les clauses de plafonnement des droits de vote (qui limitent le nombre de droits de vote qu'un actionnaire peut exercer en assemblée générale) sont suspendues à l'occasion de la première assemblée générale qui suit une offre réussie<sup>10</sup>. En l'absence d'une telle disposition, un actionnaire ayant acquis une fraction très importante du capital d'une société à l'issue d'une offre publique pourrait se trouver dans l'impossibilité de réunir une majorité suffisante pour, par exemple, modifier les statuts de la cible. Pour cet usage, la directive considère une offre réussie lorsque l'initiateur vient à détenir une fraction du capital supérieure à un seuil fixé par les Etats membres mais en tout état de cause inférieur à 75%.

En France, la Commission des opérations de bourse (aujourd'hui devenue l'Autorité des marchés financiers) a énoncé un principe identique dans sa doctrine<sup>11</sup>. Dans la pratique, la grande majorité des émetteurs français ont en conséquence prévu la caducité des clauses de plafonnement des droits de vote à l'issue d'une offre réussie dans leurs statuts.

### 2.2. Recommandation du groupe de travail

#### *Article 11 à l'issue d'une offre publique*

La directive prévoit que les clauses de plafonnement des droits de vote sont suspendues à l'occasion de la première assemblée générale qui suit une offre réussie. Le groupe de travail est favorable à cette disposition qui relève de la logique : une fois une offre réussie, un initiateur doit pouvoir disposer du contrôle effectif de la société cible.

<sup>7</sup> Article 12, paragraphe 2.

<sup>8</sup> Article 11, paragraphes 2 et 3.

<sup>9</sup> Article 12, paragraphe 2 : "Lorsque des États membres font usage de la faculté [de ne pas transposer les articles 9 et/ou 11], ils donnent néanmoins aux sociétés dont le siège se trouve sur leur territoire le choix réversible d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11, sans préjudice de l'article 11, paragraphe 7."

<sup>10</sup> Article 11, paragraphe 4.

<sup>11</sup> Cf. rapport annuel de la Commission des opérations de bourse pour l'année 1993.

Nous préconisons par conséquent que soit donné force de loi à l'actuelle doctrine de l'Autorité des marchés financiers qui prévoit la caducité des clauses de plafonnement des droits de vote à l'issue d'une offre réussie.

### **III. Article 9**

#### **1. Quelle gouvernance d'entreprise en période d'offre publique ?**

Une offre publique est, par construction, adressée aux propriétaires de l'entreprise cible : ses actionnaires. Toutefois, la société cible peut frustrer ses actionnaires de la possibilité d'apporter leurs titres à l'offre en prenant, en cours d'offre, des mesures susceptibles de faire échouer l'offre. La gouvernance de l'entreprise cible d'une offre, à savoir qui des actionnaires ou des organes d'administration ou de direction peut décider de mesures de défense, peut donc avoir une incidence directe sur l'issue d'une offre.

L'article 9 définit le régime européen de gouvernance d'entreprise en période d'offre publique en confiant à la seule assemblée générale la décision de mesures susceptibles de faire échouer l'offre.

Ce principe ne signifie pas pour autant que les dirigeants n'ont aucun rôle durant une offre publique : leur expérience, leur connaissance de l'entreprise et de son environnement les qualifient au premier chef pour éclairer la décision des actionnaires. En revanche, la situation de conflit d'intérêts potentiel dans laquelle ils se trouvent en raison du risque que la réussite d'une offre remette en cause leurs choix de gestion de l'entreprise cible ou leur poste recommande de prévoir que les mesures de défense ne relèvent pas de leur seule compétence.

D'autre part, la perspective qu'une société fasse l'objet d'une offre publique est susceptible d'inciter ses dirigeants à mieux gérer l'entreprise, la hausse du cours de bourse corrélative à une meilleure gestion constituant de facto la meilleure défense contre une offre publique. L'efficacité et la compétitivité économiques recommandent donc de tirer parti de ce mécanisme incitatif en empêchant les dirigeants d'en neutraliser les effets en disposant seuls du pouvoir de faire échec à une offre.

Si la décision de mesures susceptibles de faire échouer une offre ne relève pas de la compétence des dirigeants, elle se trouve alors entre les mains des actionnaires. La réussite de l'offre est alors dictée par l'intérêt des actionnaires. Il a pu être objecté que les intérêts des actionnaires de l'entreprise cible ne reflètent pas nécessairement ceux des autres parties prenantes à la vie de l'entreprise. Les dirigeants auraient au contraire pu représenter les intérêts des salariés, des clients ou des fournisseurs.

Le groupe de travail estime qu'il appartient aux dirigeants d'informer le public de l'impact potentiel de l'offre sur la relation entre l'entreprise et l'ensemble des parties prenantes. En revanche, il ne peut être présumé que l'issue d'une offre publique est systématiquement défavorable aux parties prenantes à l'activité de l'entreprise cible et qu'il faille en conséquence donner avantage à la pérennisation de la situation prévalant avant une offre publique. Les offres publiques sont en effet un moyen essentiel de restructurer aujourd'hui le tissu économique français, pour préparer la richesse nationale de demain.

La directive définit un régime européen en matière de gouvernance d'entreprise en période d'offre publique. Le groupe de travail partage les objectifs poursuivis par l'article 9 et adhère à son principe.

#### **2. Comparaison des effets de l'article 9 et du droit français**

Selon l'article 9, les dirigeants doivent, en période d'offre publique, obtenir l'approbation de leur assemblée générale avant de mettre en œuvre toute action susceptible de faire échouer l'offre.

L'introduction de cet article aurait deux conséquences principales en droit français. Tout d'abord, elle confirmerait que les délégations accordées par l'assemblée générale autorisant les organes d'administration ou de direction à mettre en œuvre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre sont suspendues en période d'offre publique. D'autre part, les organes d'administration ou de direction devraient obtenir l'autorisation de l'assemblée générale en cours d'offre publique avant de prendre toute mesure qui relèverait de leur compétence propre mais serait susceptible de faire échouer l'offre.

## **2.1. Le droit français a aujourd'hui des effets très proches de ceux de l'article 9**

Il est utile de comparer les effets pratiques et le fonctionnement de l'article 9 et du droit français. L'analyse diffère selon que l'on s'intéresse aux mesures qui relèvent de la compétence propre des dirigeants ou qui peuvent être déléguées par l'assemblée générale.

### ***Actions pouvant être mises en œuvre par les dirigeants en vertu d'une délégation par l'assemblée générale***

Le droit des sociétés français prévoit que l'assemblée générale peut déléguer aux organes d'administration ou de direction la mise en œuvre de certaines mesures susceptibles de faire échouer une offre, à savoir l'augmentation immédiate ou différée du capital d'une société, le rachat par la société de ses propres actions ou encore la mise œuvre d'une réduction du capital de la société en période d'offre publique.

Cependant, l'article L225-129-3 du code de commerce prévoit que "toute délégation de l'assemblée générale est suspendue en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la société, sauf si elle s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre". Pour sa part, le règlement général de l'AMF prévoit que la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions ne peut être poursuivi qu'à la condition qu'il s'agisse d'une offre en numéraire et que l'assemblée générale ait explicitement autorisé son déroulement en période d'offre<sup>12</sup>. Ce dernier dispositif signifie a contrario qu'il n'est pas possible de débuter la mise en œuvre d'un tel programme en période d'offre, ni a fortiori pour les dirigeants d'en décider la réalisation en période d'offre.

Le droit positif actuel est donc conforme au régime européen vis-à-vis des deux principales mesures susceptibles de faire échouer une offre : l'augmentation du capital et le rachat d'actions. L'introduction de l'article 9 en droit français nécessiterait en revanche de prévoir la suspension des délégations de réduction de capital.

### ***Actions relevant de la compétence propre des dirigeants***

Le règlement général de l'AMF prévoit aujourd'hui que lorsqu'un dirigeant décide d'accomplir, en période d'offre, des actes autres que de gestion courante, à l'exception de ceux expressément autorisés par son assemblée générale, il doit en aviser l'AMF qui veille à l'information du public et fait connaître, s'il y a lieu, son appréciation<sup>13</sup>. L'AMF apprécie chaque situation au regard de ses principes généraux, notamment celui de "libre jeu des offres et de leurs surenchères" qui la conduit, dans la pratique, à avoir une approche fermée à l'égard de toute action autonome des dirigeants.

---

<sup>12</sup> Article 232-17 du règlement général de l'AMF :

"La société visée et les personnes agissant de concert avec elle ne peuvent intervenir directement ou indirectement sur le marché des titres de capital ou donnant accès au capital de la société.

Lorsque l'offre est réglée intégralement en numéraire, la société visée peut poursuivre l'exécution d'un programme de rachat d'actions dès lors que la résolution de l'assemblée générale qui a autorisé le programme l'a expressément prévu."

<sup>13</sup> Article 231-36 du règlement général de l'AMF : "S'ils décident d'accomplir des actes autres que de gestion courante, à l'exception de ceux expressément autorisés par l'assemblée générale des actionnaires réunie pendant l'offre, les dirigeants de la société visée en avisent l'AMF afin de lui permettre de veiller à l'information du public et de faire connaître, s'il y a lieu, son appréciation."

Les dirigeants peuvent certes ne pas tenir compte de l'appréciation de l'AMF. En réalité, dans la pratique, la perspective d'une communication publique de l'AMF critiquant les actions décidées par les dirigeants les incite fortement soit à rechercher l'autorisation de leur assemblée générale soit, tout au moins, à engager très tôt dans l'organisation de la défense de la société un dialogue avec l'autorité de marché pour tenter d'anticiper sa réaction.

Le cadre juridique français place donc l'Autorité des marchés financiers au cœur d'un système visant à inciter les dirigeants à obtenir l'approbation de leur assemblée générale ou à ne poursuivre que des actions susceptibles de recueillir son approbation.

La nécessité pour les dirigeants d'agir dans le respect de l'intérêt social achève de contraindre leur action en pareil cas, tant il serait a priori possible d'engager leur responsabilité en raison de la situation de conflit d'intérêts potentiel dans laquelle ils se trouvent. Une telle présomption de non respect de l'intérêt social serait encore renforcée si les dirigeants en question étaient passés outre l'appréciation de l'autorité de marché.

De l'avis unanime des praticiens auditionnés, la faculté pour les dirigeants de prendre des mesures relevant de leur compétence propre est par conséquent aujourd'hui plus théorique que réelle.

L'article 9 et le droit français actuel poursuivent les mêmes objectifs et ont des effets très proches bien que leurs fonctionnements diffèrent sensiblement. Dans la pratique, l'introduction de l'article 9 en droit français ne viendrait selon nous modifier que très marginalement les marges de manœuvre des dirigeants pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre.

## **2.2. L'article 9 renforcerait la légitimité de l'assemblée générale pour prendre des mesures de défense**

L'article 9 affirme explicitement qu'il entre dans la seule compétence de l'assemblée générale de prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre publique. Son introduction en droit français pourrait avoir un impact significatif car la loi française est silencieuse à cet égard. De plus, l'action de l'assemblée générale peut aujourd'hui se heurter au respect des "principes généraux des offres publiques" énoncés dans le règlement général de l'AMF (notamment celui de "libre jeu des offres et de leurs surenchères"). L'interprétation de ces principes peut conduire à s'interroger sur l'étendue des pouvoirs de l'assemblée générale en pareil cas. A l'occasion d'une offre publique récente, l'AMF s'est par exemple opposée à un projet de résolution en assemblée générale dont les effets auraient potentiellement pu faire échec à l'offre.

En cas de transposition de l'article 9, les prérogatives de l'AMF en matière d'appréciation demeureront. Néanmoins, un nouveau principe général, cette fois de force législative, établissant la légitimité de l'assemblée générale pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre, viendra s'ajouter aux "principes généraux" de l'AMF. Les pouvoirs de l'assemblée générale pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre seront ainsi clarifiés.

## **3. Recommandation du groupe de travail**

### **Article 9**

#### ***La transposition – Un bénéfice en terme d'image de la France***

L'article 9 définit un régime européen en matière de gouvernance d'entreprise en période d'offre publique : la décision quant à l'issue d'une offre doit revenir aux actionnaires. Pour ce faire, il prévoit que toute mesure susceptible de faire échouer une offre doit être approuvée par l'assemblée générale.

Le groupe de travail adhère au principe de gouvernement d'entreprise posé par l'article 9. Le droit français actuel est déjà fortement inspiré par ce principe et ses effets sont en réalité déjà très proches de ceux de l'article 9. L'introduction en droit français de l'article 9 n'aurait par conséquent qu'un impact limité dans la pratique, tandis que l'adoption du régime européen conforterait l'image de la France auprès des investisseurs étrangers. Le groupe de travail estime par conséquent qu'il est dans l'intérêt de la France, mais sous la stricte réserve d'une égalité des conditions de jeu entre pays (voir ci-dessous), d'adopter le régime européen établi par l'article 9.

L'effet d'image a été contestée à l'occasion des auditions menées par le groupe de travail. Nous estimons néanmoins que de par sa tradition d'ouverture aux capitaux étrangers et en raison de l'intégration croissante des marchés financiers européens et internationaux, il est dans l'intérêt de la France d'être attentif au regard de nos partenaires économiques internationaux. La présence systématique d'évaluation des régimes juridiques en matière d'offres publiques dans les classements internationaux de gouvernance d'entreprise atteste selon nous de la pertinence de ce facteur pour l'image de la France. En outre, l'adoption de la directive et la définition d'un régime européen rendent désormais plus aisée la comparaison entre les places financières européennes alors même que selon nos informations 6 des 15 pays de l'Europe avant élargissement sont susceptibles de transposer l'article 9 dans leur droit national.

#### ***Immuniser les sociétés françaises contre les effets de la réciprocité***

La transposition de l'article 9 aurait encore pour bénéfice d'immuniser les entreprises françaises contre tout risque de se voir opposer la réciprocité par des sociétés étrangères. À cet égard encore, le statu quo serait regrettable : les sociétés françaises en situation offensive pourraient se voir opposer la réciprocité et rencontreraient des difficultés à l'occasion d'acquisitions en Europe alors même qu'elles sont aujourd'hui soumises dans les faits à un régime aux effets quasi-équivalents à ceux de l'article 9.

## **IV. Egalité des conditions de jeu**

### **1. Article 12 et clause de réciprocité**

Le régime européen défini à l'article 9 supprime toute capacité autonome d'action des organes d'administration ou de direction pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre publique. Ces mêmes organes disposent en revanche parfois d'une grande marge de manœuvre en la matière dans les pays tiers.

À l'occasion de mouvements de consolidation transfrontières, une telle inégalité pourrait favoriser exagérément des sociétés de pays où l'autonomie des dirigeants est forte au détriment de celles de pays qui auraient adopté le régime européen. En l'absence d'harmonisation européenne, une telle concurrence serait même susceptible de provenir de pays européens.

Le groupe de travail estime qu'il existe un risque qu'un tel déséquilibre joue à terme globalement au désavantage du développement de sièges sociaux français au profit de sociétés de pays étrangers dont le droit prévoit une autonomie plus forte des dirigeants en période d'offre. Cette préoccupation, identifiée dès 2002 dans les travaux du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés qui ont préparé la version finale de la directive<sup>14</sup>, a fait l'objet de nombreux débats au Parlement européen et au Conseil durant la négociation de la directive. En conséquence, cette dernière a pleinement reconnu le risque d'une concurrence inégale entre sociétés de différents pays en prévoyant un mécanisme visant à rétablir l'égalité des conditions de jeu. La clause dite de réciprocité prévoit ainsi que les Etats

<sup>14</sup> Cf. "Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition", 10 janvier 2002, pages 42 à 45.

européens peuvent dispenser leurs sociétés d'appliquer le régime européen prévu par l'article 9 lorsqu'elles font l'objet d'une offre initiée par une société ne l'appliquant pas<sup>15</sup>.

Le groupe de travail estime qu'il n'est envisageable d'adopter le régime européen de gouvernance qu'à la condition qu'une égalité des conditions de jeu soit établie entre sociétés des différents pays. Pour cette raison, le groupe est favorable à l'introduction en France de la clause de réciprocité.

## 2. Recommandation du groupe de travail

### **Article 12**

En supprimant toute capacité autonome des organes d'administration ou de direction de prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre publique, 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.

La directive reconnaît pleinement ce risque et ouvre par conséquent la possibilité aux États européens d'introduire dans leurs droits nationaux une clause dite de réciprocité qui permet aux sociétés appliquant le régime européen en matière de gouvernance d'entreprise de retrouver des marges de manœuvre pour prendre des mesures de défense lorsqu'elles font l'objet d'une offre initiée par une société qui n'applique pas ce régime européen.

L'introduction de la clause de réciprocité (susceptible d'intervenir dans plus de 6 des 15 pays de l'Europe avant élargissement) incite également les autres pays européens à imposer l'article 9 à leurs sociétés pour les immuniser des effets de la réciprocité. Cet effet incitatif qui contribue indirectement à l'ambition d'harmonisation européenne de la directive, doit par ailleurs être encouragé.

Le groupe de travail juge indispensable que soit instaurée une parfaite égalité des conditions de jeu entre sociétés de pays différents et recommande à cet effet l'introduction en France de la clause de réciprocité.

## 3. Réponse aux interrogations sur le fonctionnement de la réciprocité

De nombreuses personnalités auditionnées ont fait part au groupe de leurs interrogations quant au fonctionnement de la réciprocité. Le groupe de travail a analysé chacune de ces interrogations et a conclu qu'il était possible d'y apporter des réponses satisfaisantes. Les principales interrogations et les réponses proposées par le groupe de travail sont reprises ci-dessous.

### **• Contenu de la réciprocité**

L'article 9 est explicite quant à la gouvernance de l'entreprise cible en période d'offre publique : la décision de mettre en œuvre des mesures de défense appartient exclusivement à l'assemblée générale. On peut s'interroger a contrario sur le régime de gouvernance applicable lorsqu'une société oppose la réciprocité à l'initiateur d'une offre publique ?

La clause de réciprocité telle qu'énoncée à l'article 12 prévoit que "l'article 9 ne s'applique pas" lorsqu'une société fait jouer la réciprocité ; ceci signifie selon nous qu'en cas de réciprocité, des mesures de défense peuvent être prises sans approbation ou confirmation par l'assemblée générale en cours d'offre. La directive précise le fonctionnement du dispositif

<sup>15</sup> Article 12, paragraphe 3 : " Les États 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 1er de la directive 83/349/CEE."

en indiquant que toute mesure de défense prise en application de la réciprocité doit avoir été autorisée par l'assemblée générale au plus tôt 18 mois avant la période d'offre<sup>16</sup>.

La réciprocité a donc des effets à la fois sur les décisions des dirigeants prises sur délégation de l'assemblée générale ainsi que sur celles qui relèvent de leur compétence propre.

#### ***Effets de la réciprocité sur les délégations accordées par l'assemblée générale***

L'assemblée générale peut déléguer aux organes d'administration ou de direction la mise en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer une offre publique. Lorsque l'article 9 est applicable, ces délégations sont en principe suspendues en période d'offre. En revanche, lorsqu'une société fait jouer la réciprocité, elles demeurent actives en période d'offre à condition qu'elles aient été accordées moins de 18 mois avant l'offre.

Conformément au droit français, l'assemblée peut aujourd'hui déléguer trois mesures susceptibles de faire échouer une offre : l'augmentation du capital de la société, le rachat par la société de ses propres actions et la réduction du capital. Lorsqu'une société fait jouer la réciprocité, les organes d'administration ou de direction peuvent ainsi mettre en œuvre ces mesures à condition que l'assemblée ait autorisé leur mise en œuvre moins de 18 mois avant l'offre.

#### ***Effets de la réciprocité sur les actions qui relèvent, de droit, de la compétence des dirigeants***

Certaines mesures susceptibles de faire échouer une offre relèvent de droit de la compétence des organes d'administration ou de direction. Lorsque l'article 9 est applicable, de telles mesures sont interdites sauf si elles sont autorisées par l'assemblée générale en cours d'offre publique. En revanche, lorsqu'une société fait jouer la réciprocité, les organes d'administration ou de direction peuvent prendre de telles mesures à condition qu'elles aient été autorisées par l'assemblée générale moins de 18 mois avant l'offre.

En droit français, par exemple, la cession ou l'acquisition d'un actif, le lancement d'une contre offre ou la modification de contrats contenant des clauses liées à un changement de contrôle d'une société relèvent de la compétence propre des dirigeants. Lorsqu'une société fait jouer la réciprocité, les organes d'administration ou de direction peuvent prendre de telles mesures à condition que l'assemblée ait autorisé leur mise en œuvre moins de 18 mois avant l'offre.

#### ***Un régime de réciprocité équilibré***

Le groupe de travail observe qu'un tel régime de réciprocité est équilibré. Lorsque l'article 9 est applicable, les mesures de défense doivent être approuvées "à chaud" (en période d'offre publique) par l'assemblée générale. Lorsqu'une société fait jouer la réciprocité, des mesures de défense peuvent être prises à condition d'avoir été approuvées "à froid" (moins de 18 mois avant l'offre) par l'assemblée générale.

La réciprocité offre donc bien une flexibilité supplémentaire aux sociétés, susceptible d'établir une égalité des conditions de jeu entre sociétés françaises et étrangères. Par ailleurs, cette égalité des conditions de jeu n'intervient pas au détriment des actionnaires, puisque les actionnaires sont amenés à approuver les mesures de défense que l'article 9 soit applicable ou non (seul le calendrier de l'approbation des mesures de défense diffère selon les cas).

#### **• *Opposabilité de la réciprocité aux pays tiers***

Les auditions ont également montré qu'il existait des interrogations quant à l'opposabilité de la clause de réciprocité aux pays tiers. Deux questions ont été soulevées : la réciprocité telle que prévue par la directive, a-t-elle ou non une portée extracommunautaire ? La clause de

---

<sup>16</sup> Article 12, paragraphe 5.

réciprocité est-elle compatible avec les engagements internationaux de la France dans le cadre de l'OMC ?

#### ***Sur la portée de la clause de réciprocité prévue par la directive***

En préambule, il convient de remarquer qu'il serait pour le moins contradictoire que la directive ait prévu un mécanisme visant à empêcher une concurrence déloyale entre sociétés de pays de l'Espace économique européen tout en l'autorisant de la part de pays tiers. Si la lettre de la directive venait à nécessiter interprétation, l'esprit du législateur européen ne pourrait selon nous laisser aucun doute.

D'autre part, le groupe de travail est arrivé à la conclusion que cette question n'était pas pertinente. Soit la clause de réciprocité a bien une portée extracommunautaire et l'interrogation trouve alors une réponse positive. Dans le cas contraire et dans le silence du droit communautaire, la France pourrait en tout état de cause souverainement étendre le mécanisme prévu par la directive pour le rendre opposable aux sociétés de pays tiers.

#### ***Compatibilité de la réciprocité avec les engagements de la France dans le cadre de l'OMC***

La question de la compatibilité de la clause de réciprocité avec les engagements de la France dans le cadre de l'OMC a été soulevée durant les débats au Parlement européen et au Conseil. Aucune réponse satisfaisante n'avait toutefois pu être apportée à l'époque.

La principale difficulté réside dans la compatibilité de la réciprocité avec la Clause de la nation la plus favorisée<sup>17</sup>. Les auditions ont permis au groupe de travail de bénéficier de l'éclairage d'experts juridiques sur cette question. De ces échanges, le groupe de travail a acquis un confort certain quant à la compatibilité de la réciprocité avec la Clause de la nation la plus favorisée. Le principal argument tient à ce que la société cible d'une offre publique bénéficie de la réciprocité dès lors que la société initiatrice n'est pas elle-même soumise au régime européen défini aux articles 9 et 11. La réciprocité est ainsi appréciée au regard de la situation individuelle de la société initiatrice et non au regard de la réglementation applicable dans l'Etat dont cette société relève. La clause de réciprocité n'instaure donc aucune discrimination en vertu de la nationalité : quel que soit l'Etat dont relève la société initiatrice, celle-ci peut bénéficier de l'application par la cible de l'offre des principes de gouvernance définis à l'article 9 à condition qu'elle applique elle-même ces principes.

- Comment traiter les offres concurrentes en cas de mise en œuvre de la réciprocité***

La façon d'appliquer la réciprocité en cas d'offres concurrentes a également suscité des interrogations. La société cible d'une offre publique peut-elle invoquer la réciprocité lorsqu'elle fait l'objet d'offres concurrentes, l'une initiée par un initiateur qui applique l'article 9, l'autre par un initiateur qui n'applique pas l'article 9 ?

Le groupe de travail recommande de trancher ce problème d'application dans la loi afin de minimiser l'incertitude juridique. Pour ce qui le concerne, il considère que dans un tel cas l'initiateur qui applique l'article 9 ne doit pas perdre le bénéfice de son application de l'article 9 et par conséquent ne pourrait se voir opposer des mesures de défense.

- L'appréciation de l'application de l'article 9 par les sociétés de pays tiers source d'incertitude juridique ?***

Il a encore remarqué à l'occasion des auditions que l'appréciation de l'application de l'article 9 par des sociétés de pays tiers pouvait être source d'une forte incertitude juridique et

<sup>17</sup> Article XX de l'Accord général sur le commerce des services : "Dans les secteurs inscrits dans sa Liste, et compte tenu des conditions et restrictions qui y sont indiquées, chaque membre accordera aux services et fournisseurs de services de tout autre membre, en ce qui concerne les mesures affectant la fourniture de services, un traitement non moins favorable que celui qu'il accorde à ses propres services similaires et à ses propres fournisseurs de services similaires."

entraîner des contentieux dont la durée était potentiellement incompatible avec le bon déroulement des offres publiques.

Le groupe de travail a analysé cette difficulté et estime qu'elle peut être surmontée en confiant à l'AMF, qui dispose des compétences et de l'expérience nécessaires à cet exercice, l'appréciation de l'application de l'article 9 par des sociétés de pays tiers. Cette appréciation pourrait faire l'objet d'une décision de l'AMF qui serait susceptible de recours devant la Cour d'appel. Le fonctionnement du recours contre les décisions de l'AMF devant la Cour d'appel, dont l'efficacité est prouvée, permettrait de garantir des durées de contentieux compatibles avec le bon déroulement des offres.

- ***Peut-on opposer la réciprocité aux initiateurs non cotés ?***

Le groupe s'est enfin interrogé sur le traitement des initiateurs non cotés à l'égard de la réciprocité : une société faisant l'objet d'une offre peut-elle opposer la réciprocité à un initiateur non coté ? Cette question est légitime puisque le champ d'application de la directive n'est pas limité aux seuls initiateurs cotés. En effet, la définition du terme "offrant" à l'article 2 de la directive couvre aussi bien les personnes physiques que morales, que ces personnes morales soient cotées ou non et qu'il s'agisse de sociétés ou d'autres types d'entités. L'obligation de lancer une offre publique obligatoire prévue à l'article 5 ou d'informer le public à l'article 6 s'impose par exemple naturellement à tout type d'initiateurs sans restriction aucune.

Le groupe de travail estime qu'un initiateur non coté ne pouvant pas faire l'objet d'une offre publique, il n'applique par construction pas l'article 9. L'esprit de la clause de réciprocité étant d'établir une stricte égalité des conditions de jeu à l'égard des offres publiques, le groupe de travail recommande que la clause de réciprocité soit opposable aux initiateurs non cotés.

## **Annexe I – Membres du groupe de travail et rapporteur**

### **Membres du groupe de travail**

---

**Jean-Louis Beffa**, président-directeur général de Saint-Gobain

**Gérard de la Martinière**, président de la Fédération française des sociétés d'assurance

**Dominique Schmidt**, agrégé des Facultés de Droit, avocat au Barreau de Paris

### **Rapporteur**

---

**Franck Saudo**, ingénieur des ponts et chaussées, Direction générale du trésor et de la politique économique

## **Annexe II – Proposition de texte de transposition**

### **Article 1<sup>er</sup> – Transposition de l'article 9**

I – L'article L. 225-129-3 du code de commerce est abrogé.

II – Dans le code de commerce, il est inséré un article L. xxx-1 ainsi rédigé :

"Art. Lxxx-1 – En période d'offre publique visant une société dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration, 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, à l'exception de la recherche d'autres offres.

"Toute délégation d'une telle mesure accordée par l'assemblée générale avant la période d'offre est suspendue en période d'offre publique.

"Toute décision 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."

### **Article 2 – Transposition de la clause de réciprocité**

Dans le code de commerce, il est inséré un article L. xxx-2 ainsi rédigé :

"Art. Lxxx-2 – Les dispositions prévues à l'article Lxxx-1 ne sont pas applicables lorsque la société fait l'objet d'une ou plusieurs offres publiques initiées exclusivement par des entités qui n'appliquent pas ce même article ou des mesures équivalentes ou qui sont respectivement contrôlées, au sens du II. ou III. de l'article L233-16 du code de commerce, par des entités qui n'appliquent pas ce même article ou des mesures équivalentes. Toute contestation sur l'équivalence de ces mesures fait l'objet d'une décision de l'Autorité des marchés financiers.

"Toute mesure prise en application du précédent alinéa par le conseil d'administration, le directoire, le directeur général ou l'un des directeurs généraux délégués de la société visée doit avoir été préalablement autorisée ou avoir fait l'objet d'une délégation par l'assemblée générale.

"Les délégations et autorisations mentionnées à l'alinéa précédent sont valables pour une durée maximale de 18 mois."

### **Article 3 – Non transposition de l'article 11<sup>18</sup>**

I – A l'article L. 225-125 du code de commerce, il est ajouté un alinéa ainsi rédigé :

---

<sup>18</sup> Le I transpose la disposition de l'article 11 qui prévoit la suspension des clauses de plafonnement des droits de vote à l'issue d'une offre réussie. L'article Lxxx-3 donne force législative à une disposition aujourd'hui présente dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Les articles Lxxx-4 et Lxxx-5 permettent la transposition volontaire de l'article 11 sur une base volontaire par les sociétés par inscription dans leurs statuts comme l'impose l'article 12, paragraphe 2 de la directive.

"Les effets de la limitation mentionnée ci-dessus, 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'initiateur 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."

II – Dans le code de commerce, il est inséré trois articles ainsi rédigés :

"Art. Lxxx-3 - Sauf lorsqu'elles résultent d'une obligation législative, les clauses des statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé prévoyant des restrictions au transfert d'actions de la société ne peuvent être opposées à l'initiateur d'une offre publique pour les titres qui lui seraient apportés dans le cadre de son offre.

"Art. Lxxx-4 - Les statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé peuvent prévoir que les effets de toute clause d'une convention conclue après le 21 avril 2004 prévoyant des restrictions au transfert d'actions de la société sont inopposables à l'offrant, en période d'offre publique.

"Art. Lxxx-5 - Les statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé peuvent prévoir que les effets de toute clause d'une convention conclue après le 21 avril 2004 prévoyant des restrictions à l'exercice des droits de vote attachés à des actions de la société sont suspendus en période d'offre publique visant la société lors des assemblées réunies aux fins d'adopter toute mesure susceptible de faire échouer l'offre.

"Les statuts de la société peuvent également prévoir que la suspension mentionnée à l'alinéa précédent est applicable lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre lorsque la société ayant initié l'offre détient à l'issue de celle-ci plus de 66,66% du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre."