

Adnene GARGOURI  
Adnene.gargouri@sciencespo.fr

Année universitaire  
2020-2021



UNIVERSITÉ PARIS 1 PANTHÉON-SORBONNE

Master 2 Recherche Droit Financier

**LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET LES OPA  
EN FRANCE**

sous la direction de Monsieur le Professeur Alain Pietrancosta  
et de Maître Sophie Vermeille

L'Université Panthéon-Sorbonne (Paris I) n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

## Remerciements

La réalisation de ce mémoire a été possible grâce au concours de plusieurs personnes à qui je voudrais témoigner toute ma reconnaissance.

Je tiens tout d'abord à adresser toute ma gratitude à Monsieur le Professeur Alain Pietrancosta de m'avoir initié à une nouvelle grille d'analyse ; l'analyse économique du droit. Je souhaite également le remercier pour sa rigueur et la pertinence de ses interventions.

Je tiens ensuite à exprimer toute ma reconnaissance à Maître Sophie Vermeille pour sa disponibilité, son accompagnement et son support inestimable, qui ont contribué à alimenter ma réflexion et à la construction du mémoire. Je souhaite également la remercier de m'avoir fait confiance en me permettant de travailler à ses côtés sur un dossier de premier plan au cœur du sujet du mémoire.

Je remercie toutes les personnes avec lesquelles j'ai pu échanger sur le sujet, notamment Monsieur Fred Marcusa, Maître Didier Martin et Monsieur le Professeur Nicolas Rontchevsky.

Je souhaite enfin remercier tous les membres de Droit & Croissance qui ont contribué à façonner un environnement où règnent la réflexion et l'émulation intellectuelle.

*À ma famille et mes proches,  
À Carthage,  
Aut caesar aut nihil*

## Abréviations et signes utilisés

OPA	Offre publique d'achat
OPH	Offre publique hostile
RG AMF	Règlement général de l'autorité des marchés financiers
CMF	Code monétaire et financier
AMF	L'autorité des marchés financiers
COB	Commission des opérations de bourse
AG	Assemblée générale
AGE	Assemblée générale extraordinaire
AGO	Assemblée générale ordinaire
Actionnaires	« shareholders »
Parties prenantes	« stakeholder »
Théorie des parties prenantes	« stakeholder approach »
CA	Conseil d'administration / « board »
LBO	Leveraged buy-out
BRT	Business Roundtable
CE	Comité d'entreprise
CSE	Comité économique et social

# Sommaire

<i>ABSTRACT</i> .....	6
<i>INTRODUCTION</i> .....	7
 <i>PARTIE I : CADRE CONCEPTUEL DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET LE MARCHÉ DES OPA</i> .....	 19
CHAPITRE 1 : L'INTÈGRATION DU MARCHÉ DES OPA AU SEIN DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE .....	19
SECTION 1 : LA DIVERGENCE DES MODÈLES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE .....	20
SECTION 2 : L'IMPORTANCE DU MARCHÉ DES OPA COMME FACTEUR DE CROISSANCE .....	38
CHAPITRE 2 : LE CHOIX DU MODÈLE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DANS LE CADRE DES OPA.....	51
SECTION 1 : LE POSITIONNEMENT DE LA FRANCE QUANT AU MODÈLE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DANS LE CADRE DES OPA .....	52
SECTION 2 : LA PRIMAUTÉ ACTIONNAIRIALE EN PÉRIODE D'OPA.....	59
 <i>PARTIE II : L'IMPACT DE LA STAKEHOLDER APPROACH SUR LES POUVOIRS DES INTERVENANTS DANS LES OPA EN FRANCE : UNE SOURCE D'INSÉCURITÉ JURIDIQUE</i> .....	 79
CHAPITRE 1 : L'IMPACT DE LA <i>STAKEHOLDER APPROACH</i> SUR LES POUVOIRS DES DIRIGEANTS : LA MONTÉE DU « MANAGÉRIALISME », SOURCE D'INSÉCURITÉ JURIDIQUE .....	79
SECTION 1 : UNE MONTÉE RENFORCÉE PAR L'IMPRÉCISION DE LA NOTION D'INTÉRÊT SOCIAL .....	79
SECTION 2 : UNE MONTÉE MESURÉE AU REGARD DES LIMITES À LA CAPACITÉ DÉFENSIVE DES DIRIGEANTS .....	99
CHAPITRE 2 : L'IMPACT DE LA <i>STAKEHOLDER APPROACH</i> SUR LES POUVOIRS DES PARTIES PRENANTES : UNE CAPACITÉ D'ACTION RENFORCÉE, SOURCE D'INSÉCURITÉ JURIDIQUE .....	105
SECTION 1 : L'ACROISSEMENT DU POUVOIR SOCIAL .....	105
SECTION 2 : L'ACROISSEMENT DU POUVOIR POLITIQUE .....	109
 <i>CONCLUSION GÉNÉRALE</i> .....	 117
<i>BIBLIOGRAPHIE</i> .....	119
<i>PLAN DÉTAILLÉ</i> .....	131

## ABSTRACT

La gouvernance d'entreprise est au cœur de vifs débats entre un modèle privilégiant la primauté actionnariale et un modèle fondé sur la gouvernance des parties prenantes. Ces débats impactent considérablement le marché des OPA. Ce projet de recherche se propose d'étudier les tensions entre la gouvernance d'entreprise et le droit des OPA en France en posant l'hypothèse suivante : la gouvernance d'entreprise française met à mal l'efficacité du marché des OPA.

Nous examinons le choix du modèle de gouvernance d'entreprise en période d'OPA opéré par la loi Florange en défendant le modèle de la primauté actionnariale. Nous démontrons que la vision « *stakeholder* » du droit français, à travers la définition large de l'intérêt social, a conduit à la montée du « managérialisme » et à l'accroissement du pouvoir politique et social, mettant à mal le principe de sécurité juridique. Nous concluons que l'état actuel du droit positif français est inefficace dans la protection des actionnaires et des parties prenantes.

Nous proposons, à cet égard, plusieurs modifications législatives et jurisprudentielles portant sur le régime de contestation du prix de l'offre ; l'appréciation des défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires ; le régime de responsabilité civile des administrateurs en période d'OPA ; l'articulation de la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA.

Corporate governance is now the focus of heated debates between a model that favors shareholder value maximization and a model based on stakeholder governance. These debates have a significant impact on the takeover market. This research project proposes to study the tensions between corporate governance and takeover law in France by posing the following hypothesis: French corporate governance challenges the efficiency of the takeover market.

We examine the choice of the corporate governance model during takeover periods made by the Florange law by defending the shareholder primacy model. We demonstrate that the "stakeholder" vision of French law, through the large definition of "social interest", has led to the rise of "managerialism" and the increase of political and social power, undermining the principle of legal certainty. We conclude that the current state of French positive law is ineffective in protecting shareholders and stakeholders.

In this respect, we propose several legislative and jurisprudential modifications relating to the regime for contesting the offer price; the assessment of anti-takeover defences with regard to the interests of shareholders; the liability regime of managers during a takeover bid; and the articulation of defensive capacity with the guiding principles of takeover law.

## INTRODUCTION

*« Tout l'art de la guerre est basé sur la duperie. C'est pourquoi, lorsque vous êtes capable feignez l'incapacité ; actif, la passivité. Proche faites croire que vous êtes loin, et loin que vous êtes proche ». Sun Tzu – L'Art de la guerre*

**1. *Ad augusta per angusta.*** En guerre, comme en période d'offre publique d'achat (ci-après « OPA ») et surtout, d'offre publique hostile (ci-après « OPH »), deux assaillants s'affrontent sur le champ de bataille, maniant toutes les armes possibles pour agenouiller l'adversaire. En guerre, comme en OPH, les confrontations sont vives et féroces. Dans les deux, on fait appel à des alliés, on met en place des stratégies parfois « dupeuses » et on termine avec un armistice, un traité de paix ou une capitulation.

S'il est courant d'associer le vocabulaire guerrier à l'OPH ou l'offre non sollicitée ou inamicale<sup>1</sup>, l'utilisation de ces qualificatifs peut relever de la stratégie de défense anti-OPA. En effet, il est dans l'intérêt de la cible de discréditer l'offre de l'initiateur en utilisant un vocabulaire guerrier hyperbolique afin de démontrer le caractère choquant de l'offre. Cette défense relève elle-même de la stratégie guerrière.

La guerre et les OPH ont certes des ressemblances, mais il ne faut pas croire qu'elles sont similaires. Si « *en amour comme à la guerre, tous les coups sont permis* », ce n'est pas tout à fait le cas en période d'OPA où toutes les « duperies » et tous les coups ne sont pas permis. En effet, la réglementation encadre strictement la période d'OPA et limite le pouvoir des adversaires. Par exemple, et pour reprendre la citation de Sun Tzu, l'initiateur, proche de sa cible, ne peut pas lui faire croire qu'il est loin, ou l'inverse. En effet, l'article 223-6 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « RG AMF ») oblige toute 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, de porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération, sauf si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si cette personne est en mesure de préserver cette confidentialité. En complément de cette obligation d'information, l'article L433-1 V du Code monétaire et financier (ci-après « CMF »), complété par l'article 223-32 du RG AMF, consacre en droit français le mécanisme

---

<sup>1</sup> « Hostile », « assaillant », « cible », « chevalier », etc.

du « *put up or shut up* »<sup>2</sup> qui permet à l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF ») d'imposer à toute personne de déclarer ses intentions sur l'éventualité d'un dépôt d'offre, lorsqu'il existe des motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre publique.

**2. Définition de l'offre publique d'acquisition.** L'offre publique d'acquisition est « l'opération par laquelle une personne physique ou morale fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société sa proposition d'acquérir leurs titres à un prix déterminé réglé soit en numéraire (OPA), soit par la remise de titres de capital (OPE) »<sup>3</sup>. La personne qui lance l'OPA est appelée « initiateur » et la société visée par l'offre est la « cible ». L'OPA est considérée comme amicale si elle est le résultat d'une négociation avec les dirigeants de la cible. En revanche, elle est hostile si elle est déposée sans l'accord des dirigeants de la société concernée. Cette distinction, largement utilisée par les politiques et les journalistes, est sans effet sur le plan juridique, la réglementation traitant de la même manière les deux offres. Même en pratique, l'OPH se transforme le plus souvent en une offre amicale dès lors que les conditions financières de l'offre sont améliorées<sup>4</sup>.

**3. Si vis pacem, para bellum.** La notion d'OPA touche à des considérations de nature différente : d'une part, c'est un instrument ultime dans le marché du contrôle des entreprises qui participe à la création de richesses et à la liquidité des marchés financiers, et d'autre part, c'est une opération très souvent médiatisée qui provoque des réactions politiques et sociales considérables. Ces réactions poussent les différents intervenants dans l'opération à mener une stratégie de communication bien établie sur la valeur de l'entreprise, les impacts de l'opération sur les parties prenantes (ci-après « *stakeholders* »), les perspectives stratégiques et les synergies possibles, ou encore sur la sensibilisation patriotique lorsque l'un des intervenants est une entité étrangère. Ces éléments de communication permettent à l'initiateur de démontrer les mérites de son offre et à la société cible de se défendre contre l'assaillant. La communication se présente donc comme une défense anti-OPA efficace pour alerter les actionnaires (ci-après les « *shareholders* »), les parties prenantes et les politiques des dangers de l'offre ; ou comme une stratégie pour les séduire. Par exemple, la stratégie de communication de Gameloft après l'offre de Vivendi a obligé cette dernière à revoir son offre à la hausse à deux reprises<sup>5</sup>. De même, dans l'OPH de Veolia sur Suez, l'initiateur a même créé un site internet, semblable à une campagne des fonds activistes, pour présenter son offre et « rétablir la réalité » via une rubrique « Mythe/réalité »<sup>6</sup>. Les

<sup>2</sup> Le dispositif est connu sous le nom « d'amendement Danone » suite à des rumeurs sur l'éventualité que PepsiCo lance une OPH sur Danone.

<sup>3</sup> A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet, D. Robine, Droit financier, 2019, 3<sup>e</sup> édition, Dalloz, p. 1245.

<sup>4</sup> A. Viandier, OPA-OPE et autres offres publiques, 2014, 5<sup>ème</sup> éd., Éd. Francis Lefebvre, p.14.

<sup>5</sup> S. Fu, L. Soulier, 2017, OPA hostile : les différents moyens de défense, Mémoire de recherche HEC, propos recueillis le 27 février 2017 auprès d'Augustin d'Angerville, Vice Président chez JPMorgan Chase & Co.

<sup>6</sup> Le site internet a été supprimé suite à l'accord entre les deux parties.

stratégies de communication sont donc une arme importante, pour les deux parties, pour gérer toutes les tensions politiques et sociales entourant l'offre<sup>7</sup>.

En plus des communiqués émanant des intervenants dans l'offre, il existe d'autres communiqués qui occupent une place cruciale dans le déroulement des OPA. S'il est rare que l'AMF intervienne en cours d'offre pour faire respecter les impératifs boursiers, l'histoire des OPA enseigne que les sorties publiques de l'AMF par des communications, des communiqués de presse ou même des interviews accordés à la presse ont une forte influence sur l'issue de l'offre. Depuis la création de la Commission des opérations de bourse (COB), le régulateur financier a toujours indiqué qu'il interviendra à chaque fois que seront menacés les principes directeurs de droit boursier, comptés au nombre des principes qui fondent sa mission de préserver l'ordre public boursier de direction, centré sur l'intérêt du marché. C'est ce que l'AMF a fait dans le dossier Sanofi-Aventis par le biais du communiqué du 23 avril 2004 pour les bons « Plavix », ou plus récemment dans le dossier Veolia / Suez par le communiqué du 2 avril 2021 qui a fait pencher la balance en faveur de Veolia. Cette sortie publique a provoqué une vive réaction de Suez qui a considéré dans un communiqué de presse que cette prise de décision « repose sur analyse gravement erronée de la situation »<sup>8</sup>. Selon certains commentateurs, par ce communiqué l'AMF s'approprie le pouvoir du juge alors qu'elle n'est qu'une administration publique : « Dans une société démocratique, il n'est pas sain qu'une administration s'érige en juge »<sup>9</sup>. Ce point de vue reste discutable pour d'autres, dans la mesure où si l'AMF ne défend pas les grands principes boursiers durant une offre publique, elle a perdu sa raison d'être.

En période d'OPA, le droit n'est pas neutre et se présente comme un moyen de défense efficace pour la cible, permettant de gagner du temps pour mettre en place des défenses anti-OPA, de suspendre des actions, d'interdire le dépôt d'offre, etc. La frontière qui sépare, d'une part le droit comme une défense anti-OPA, et d'autre part, le droit comme un instrument d'abus est une frontière très peu tracée. De cet angle, le risque d'instrumentalisation du droit et de la justice en période d'OPA est élevé. En effet, le contentieux mené par d'imminents praticiens en période d'OPA repose sur des notions souvent floues, à la discrétion totale des dirigeants et du juge. Cette ambiguïté est susceptible de servir ces dirigeants à instrumentaliser le droit à des fins personnelles, profitant d'un certain nombre d'imperfections formelles et substantielles des règles juridiques. Par exemple, dans le cadre de l'OPA de Veolia sur Suez, l'opération a soulevé plusieurs questions juridiques qui ont fortement impacté le bon déroulement de l'offre. Il a été question de (i) la consultation du comité social et économique (ci-après

<sup>7</sup> Voir sur la communication en période d'OPA : E. Nègre, I. Martinez, une analyse lexicale des communiqués de presse volontaires émis lors des OPA/OPE : quels profils de diffusion ? Comptabilité contrôle audit, 2013/2, Disponible : <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00936567/document>.

<sup>8</sup> Communiqué de presse, Suez, « Communiqué » de l'AMF contraire aux dispositions de la loi Florange », 2 avril 2021, disponible sur <https://www.suez.com/fr/actualites/communiques-de-presse/communiqu-e-amf-contre-aux-dispositions-de-la-loi-florange>

<sup>9</sup> H. Synvet, L'AMF, le juge et le communiqué, Bulletin Joly Bourse - n°03 - page 1, mai 2021.

« CSE ») pour la cession d'un bloc d'actions<sup>10</sup> ; (ii) la mise en place d'une fondation néerlandaise pour sanctuariser les actifs essentiels de la société ; (iii) la position de l'AMF quant à l'incapacité juridique de l'initiateur à déposer une offre suite à une interdiction par ordonnance sur requête<sup>11</sup> ; (iv) les conditions d'ouverture d'une préoffre publique d'acquisition<sup>12</sup> ; (v) la valeur juridique des déclarations publiques d'un initiateur ; (vi) la conciliation entre les principes directeurs du droit des OPA et la capacité défensive des dirigeants<sup>13</sup> ; (vii) la responsabilité des administrateurs, etc.

Si certaines de ces questions ont été partiellement tranchées, la paix signée entre Veolia et Suez nous aura privés de plusieurs décisions de justice intéressantes pour le droit des OPA. L'absence de telles décisions constitue une source d'insécurité juridique pour les prochaines OPA, les conseils de la cible seront évidemment enclins à utiliser cette incertitude pour tenter le tout pour le tout afin de repousser une offre.

En plus des communiqués et du contentieux, il existe une panoplie de défenses anti-OPA qui peuvent être utilisées par la société cible confrontée à une offre inamicale : les droits de vote multiples, la société en commandite par actions, le holding de contrôle, les bons d'offre, l'actionnariat des salariés, l'augmentation du capital, la sanctuarisation des actifs, la vente des actifs convoités, etc. Notre étude ne porte pas sur ces défenses prises isolément, ces défenses ayant été étudiées dans d'autres publications<sup>14</sup>. L'étude porte plutôt sur la tension qui existe entre le droit des OPA et la gouvernance d'entreprise.

**4. La gouvernance d'entreprise.** La gouvernance d'entreprise s'intéresse à la résolution des problèmes d'action collective entre des investisseurs dispersés ainsi qu'à la conciliation des conflits d'intérêts entre les divers ayants droit de l'entreprise<sup>15</sup>. Il s'agit d'un ensemble de règles faisant « référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Elle détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que le moyen de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus »<sup>16</sup>.

<sup>10</sup> Voir sur ce point l'intervention du Professeur Julien Icard lors d'un colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa », disponible : <https://amdbf-paris2.com/colloque/>

<sup>11</sup> Voir sur ce point : « OPA de Veolia sur Suez : « Il appartient à l'AMF d'examiner la conformité de l'offre à la loi », A.Pietrancosta – Option Finance, 12 février 2021, disponible : <https://www.optionfinance.fr/entreprises-finance/fiscalite-comptabilite-droit/opa-de-veolia-sur-suez-il-appartient-a-lamf-dexaminer-la-conformite-de-loffre-a-la-loi.html>

<sup>12</sup> Voir sur ce point : J. Granotier, Offre publique de Veolia sur Suez : précisions sur les conditions d'ouverture d'une préoffre publique d'acquisition, Note sous Cour d'appel de Paris, Pôle 5, Chambre 7, 11 février 2021, arrêt numéro 20/13807, Droit des sociétés n° 4, Avril 2021, comm. 50.

<sup>13</sup> Voir infra n°166 et s.

<sup>14</sup> J. Deege, Défenses anti-OPA, Joly Bourse Études, 2020

<sup>15</sup> Becht, Marco and Bolton, Patrick and Röell, Ailsa A., Corporate Governance and Control (October 2002). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=343461> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.343461>.

<sup>16</sup> Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, 2004.

**5. Le développement cyclique des modèles de gouvernance d'entreprise.** La recherche sur la gouvernance d'entreprise est généralement décrite comme étant guidée par l'un ou l'autre modèle à facteur unique ; **la maximisation de la valeur pour les actionnaires** ou **la prise en considération de l'intérêt des parties prenantes** (salariés, créanciers, fournisseurs, etc.). Chacun des deux modèles considère que la gouvernance est copernicienne : un facteur est ou devrait être le centre du système solaire de la gouvernance d'entreprise, autour duquel tous les autres tournent<sup>17</sup>. Or, la modélisation de l'objectif (ou des objectifs) assigné à la société n'est pas une science statique. Elle s'est développée dynamiquement et a fait l'objet de plusieurs cycles<sup>18</sup>. Les oscillations répétées du poids relatif des deux influences dans la gouvernance d'entreprise semblent être dues, dans une large mesure, à des excès dans les deux sens : d'une part, une confiance excessive dans les mécanismes du marché, et d'autre part, une confiance excessive dans la capacité des entreprises à répondre aux problèmes économiques et sociaux<sup>19</sup>. En réalité, la gouvernance d'entreprise a connu, successivement, cinq cycles<sup>20</sup>.

**Premier cycle.** Jusqu'au milieu du XIXe siècle, la société par actions était conçue comme une créature publique, au sens d'une émanation de l'État. La grande société par actions est une entité artificielle créée par l'État pour satisfaire à des besoins particuliers (commerciale, maritime, chemins de fer, etc.)<sup>21</sup>. Ainsi, "*les sociétés n'étaient pas exclusivement des associations à but lucratif, mais des organismes quasi publics de l'État*".<sup>22</sup>

**Deuxième cycle.** Au cours des dernières décennies du XIXe siècle, l'inquiétude que les sociétés dotées de privilèges spéciaux acquièrent trop de pouvoir et évincent l'initiative privée a commencé à croître et la vision de la société comme servant une fonction quasi gouvernementale a progressivement cédé la place à une vision de la société comme une organisation privée, recherchant le profit, bien adaptée à l'activité industrielle<sup>23</sup>. C'est dans ce contexte-là que la société par actions va se détacher de l'État et va devenir la propriété privée des actionnaires.

**Troisième cycle.** La crise économique des années 1930 a remis à l'honneur les parties prenantes. Dans un article publié en 1932, Dodd appelait à la citoyenneté des sociétés, dans le sens où la société doit

<sup>17</sup> Ronald J. Gilson, From Corporate Law to Corporate Governance, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance 3 (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2018).

<sup>18</sup> Gilson, Ronald J. and Milhaupt, Curtis J., Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling (January 11, 2021). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 546/2020, Columbia Law and Economics Working Paper No. 634, Stanford Law and Economics.

<sup>19</sup> *Ibidem*.

<sup>20</sup> Voir Podcast « Le Corporate Purpose, l'actualité internationale du droit des sociétés » - Épisode 1, Orrick, disponible : <https://www.orrick.com/fr-FR/Podcasts/Decryptages>

<sup>21</sup> Francisco Flores-Macias, The Return of State-Owned Enterprises, Harvard International Review, April 4, 2009.

<sup>22</sup> David McBride, General Corporation Laws: History and Economics, 74 Law & Contemp. Probs. 1, 3 (2011), *nous soulignons*.

<sup>23</sup> Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling, *op. cit.*

se comporter comme un bon citoyen (« *good citizen* »). Il considérerait ainsi que le rôle du management n'est pas seulement réduit à des devoirs vis-à-vis des actionnaires, mais plutôt une responsabilité fiduciaire envers l'intérêt public<sup>24</sup>.

**Quatrième cycle.** À partir des années 1970, la toute-puissance des dirigeants a été remise en cause et plusieurs voix se sont élevées pour défendre la maximisation de la valeur actionnariale. Dans son célèbre article paru en 1970 dans le magazine *New York Times*<sup>25</sup>, Milton Friedman plaide en faveur de l'idée selon laquelle la société doit uniquement se concentrer sur la maximisation des intérêts des actionnaires. Selon cette vision, le bien-être social est maximisé en maximisant la richesse des actionnaires au niveau de l'entreprise. L'incompréhension des propos de Friedman est très courante et prend deux formes<sup>26</sup>. D'abord, selon Friedman, la recherche du profit ne peut exister sans le respect des règles et de l'éthique. Ensuite, la position de Friedman est souvent comprise comme étant égoïstes, où l'entreprise refuserait de contribuer à la société. Or, selon lui, l'action sociale et caritative est très importante, mais elle ne relève pas de la compétence de l'entreprise et des managers<sup>27</sup>.

Cette pensée pro-actionnaire corrélée avec plusieurs facteurs tels que le début des OPH, les grandes difficultés financières des conglomérats financiers (auparavant dirigés par l'élite managériale), la transformation de l'épargne salariale aux États-Unis et l'évolution de la pensée des économistes financiers ont conduit à un retour en force des actionnaires dans les années 1980. La théorie financière liait la maximisation de la valeur actionnariale à la minimisation des coûts d'agence<sup>28</sup>, ce qui a permis d'atteindre une hypothèse normative, selon laquelle les entreprises devraient être dirigées de manière à maximiser la valeur actionnariale<sup>29</sup>. Cette vision du droit des sociétés a atteint son apogée dans les années 1980, sous l'impulsion de Jensen et Meckling concernant la théorie de l'agence et Frank Easterbrook et Daniel Fischel, qui caractérisaient la société comme un « réseau de contrats ». C'est à ce moment-là que la primauté actionnariale va s'imposer et que le mouvement de gouvernance d'entreprise a pris de l'ampleur pour traiter la société comme un gouvernement démocratique.

**Cinquième cycle.** Cette vision de l'entreprise a dominé la littérature juridique, financière et économique jusqu'à la crise financière de 2008, celle-ci a été l'occasion d'une nouvelle diffusion des doctrines pro-*stakeholders*. De nombreuses voix se sont élevées pour considérer que les objectifs «

<sup>24</sup> For Whom Are Corporate Managers Trustees? - E. Merrick Dodd, Jr., *Harvard Law Review* Vol. 45, No. 7 (May, 1932), pp. 1145-1163 (19 pages).

<sup>25</sup> Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, *NYTimes Magazine* Sept. 13, 1970.

<sup>26</sup> « Entreprise à mission : Emmanuel Faber, Milton Friedman, un partout balle au centre », Philippe Silberzahn, disponible ici : <https://philippesilberzahn.com/2021/03/15/entreprise-a-mission-emmanuel-faber-milton-friedman-un-partout-balle-au-centre/>

<sup>27</sup> *Ibidem*.

<sup>28</sup> Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Ownership and Agency Costs*, 1976, 4 *J. Fin. Econ.* 305.

<sup>29</sup> Mehrotra, Vikas and Morck, Randall K., *Governance and Stakeholders* (May 1, 2017). *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 507/2017*.

courts-termistes » suivis par les investisseurs constituent l'une des raisons de la crise économique et sociétale<sup>30</sup>. Les récents écrits de Colin Mayer<sup>31</sup>, qui insiste sur la nécessité de réinventer l'entreprise publique et le "*nouveau paradigme*" de Martin Lipton<sup>32</sup>, reflètent la vision d'un universitaire et d'un praticien selon laquelle une entreprise devrait avoir un objectif plus large que la simple maximisation de la valeur actionnariale. Larry Fink, PDG de BlackRock, a repris ce thème dans sa lettre adressée à la direction des sociétés du portefeuille BlackRock<sup>33</sup>. Enfin, la « Business Roundtable » (BRT) a annoncé une révision de sa conception de l'objet social : les dirigeants de 181 grandes entreprises américaines ont signé la déclaration en vertu de laquelle ils se sont engagés à « diriger leurs entreprises au profit de toutes les parties prenantes » et à créer de la valeur non seulement pour les actionnaires, mais aussi toutes les parties prenantes<sup>34</sup>. En Europe, ce mouvement s'observe à travers le rapport EY sur « les devoirs des administrateurs et la gouvernance durable des entreprises »<sup>35</sup> qui considère que les actionnaires ont une vision court-termiste et qui propose ainsi de concilier à la fois les intérêts des actionnaires, de l'entreprise à long terme, des employés, des clients, et aussi de l'environnement local et mondial<sup>36</sup>.

L'on remarque ainsi que le fait de ne pas répondre à des attentes irréalistes dans l'un ou l'autre des domaines de la gouvernance d'entreprise génère une dynamique qui ramène le système de gouvernance d'entreprise dans la direction d'où il vient<sup>37</sup>. A chaque fois qu'un modèle ne satisfait pas les l'objectifs qui lui ont été assignés, l'autre modèle se présente comme un refuge pour accueillir des idées qui « *circulent* ». Pour emprunter les termes de Friedman « *When [a] crisis occurs, the actions that are taken depend on the ideas that are lying around* »<sup>38</sup>.

**6. L'évolution cyclique de la notion d'intérêt social.** La notion d'intérêt social n'est pas isolée du développement cyclique de la gouvernance d'entreprise puisqu'elle s'est développée avec le contexte macro-économique français. Historiquement, la définition que la doctrine ou les juges ont pu donner à

<sup>30</sup> D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, Rev. sociétés 2012, p. 475.

<sup>31</sup> Colin Mayer, Prosperity: Better Business Makes the Greater Good (2018); Colin Mayer, Firm Commitment: Why the Corporation is Failing Us and What to Do About It (2018).

<sup>32</sup> Martin Lipton and William Savitt, The New Paradigm, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, October 28, 2019.

<sup>33</sup> Larry Fink's Annual Letter to CEOs: A Sense of Purpose (2018).

<sup>34</sup> Business Roundtable, *Statement on the Purpose of a Corporation* (Aug. 19, 2019), <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/12/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures.pdf>.

<sup>35</sup> ERNST & YOUNG, STUDY ON DIRECTORS' DUTIES AND SUSTAINABLE CORPORATE GOVERNANCE: FINAL REPORT (2020).

<sup>36</sup> Pour les critiques de ce rapport, voir par ex.: Roe, Mark J. and Spamann, Holger and Fried, Jesse M. and Wang, Charles C. Y., The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique (October 14, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 553/2020, Harvard Public Law Working Paper No. 20-30, Yale Journal on Regulation Bulletin.

<sup>37</sup> Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling, op. cit.

<sup>38</sup> Milton Friedman, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, op. cit. *nous soulignons*.

l'intérêt social a souvent reflété une certaine vision de l'époque sur les finalités de l'entreprise<sup>39</sup>. Reprenons ici la genèse de l'intérêt social.

Sur la base d'une analyse institutionnelle de la société, l'idée s'est développée dans les années 1950, après la Seconde Guerre mondiale, que la finalité de la société serait l'intérêt de tous ceux qui contribuent au fonctionnement de l'entreprise<sup>40</sup>.

À partir des années quatre-vingt, l'assimilation de l'intérêt social à l'intérêt de l'entreprise s'explique par la fin des Trente Glorieuses et la multiplication des défaillances des sociétés. Il fallait ainsi protéger les entreprises fragilisées par la vigueur de la concurrence<sup>41</sup>.

Ensuite, au début des années quatre-vingt-dix et jusqu'à la crise financière, la libéralisation et le développement des marchés ont conduit à l'accroissement des pouvoirs des actionnaires, apporteurs de capitaux qui ont imposé leurs exigences dans la gestion et le contrôle des sociétés en contrepartie de leurs investissements<sup>42</sup>. Ainsi, l'assimilation de l'intérêt social à l'intérêt des actionnaires a resurgi, en s'appuyant sur certains avis doctrinaux. Les conceptions anglo-américaines consacrant la primauté actionnariale ont eu donc, à cette époque, une influence en France<sup>43</sup> afin de rééquilibrer le poids de l'intérêt des actionnaires par rapport à celui des parties prenantes, sans pour autant remettre en cause la construction élargie et traditionnelle de la notion d'intérêt social<sup>44</sup>.

Enfin, à la suite de la crise financière, plusieurs voix se sont élevées pour mettre l'accent sur les effets négatifs de la finance et particulièrement sur les objectifs « court-termistes » suivis par les entreprises<sup>45</sup>. Ce contexte a conduit à l'émergence (encore une fois) d'une doctrine pro-stakeholder en réaction aux prétendus excès de la primauté actionnariale : (i) le rapport « *Pour une économie positive* » rendu par la Commission Attali en 2013 contenait une proposition qui préconisait un modèle social basé sur « l'intérêt pluriel des parties prenantes »<sup>46</sup>. En 2015, le ministre de l'Économie (Président de la République actuel), a repris cette démarche en proposant d'introduire la notion de « *l'intérêt supérieur* » de l'entreprise en lien avec « *l'intérêt général économique, social et*

<sup>39</sup> C. Champaud, Manifeste pour la doctrine de l'entreprise, Larcier, 2011.

<sup>40</sup> S. Rousseau, I. Tchoutourian L'intérêt social en droit des sociétés, Revue des sociétés 2009 p.735.

<sup>41</sup> A. Pirovano, La boussole de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise, D. 1997, p.189.

<sup>42</sup> D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, op. cit.

<sup>43</sup> G. Goffaux-Callebaut, La définition de l'intérêt social, RTD Com. 2004 p. 35.

<sup>44</sup> Alogna, Forrest G. and Bourrellis, Hadrien and Cardi, Bertrand and Carpenter, Matthew T. and Emmerich, Adam O. and Mirvis, Theodore N., The Shareholder in France and the United States: A Comparative Analysis of Corporate Legal Priorities (November 1, 2020). Business & Law Review, Business & Law Association (Association Droit & Affaires (AD&A)) Paris, 17th Ed. 2020.

<sup>45</sup> D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, op. cit.

<sup>46</sup> Groupe de réflexion « pour une économie positive » présidé par Jacques Attali.

*environnemental* ». Si cette tentative a échoué en raison de critiques concernant son opportunité<sup>47</sup>, elle s'est ensuite concrétisée par la loi Pacte. (ii) La loi du 22 mai 2019, dite loi Pacte, vise à « *revoir la place des entreprises dans la société* »<sup>48</sup>. Son postulat est que le capitalisme financier est souvent piloté par le court-termisme et que les entreprises devraient assumer une responsabilité sociétale<sup>49</sup>. Cette logique a justifié l'inclusion d'une série de dispositions modifiant le droit des sociétés : l'élargissement de l'intérêt social pour la prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux<sup>50</sup>, la possibilité pour une société d'avoir une raison d'être<sup>51</sup> et l'introduction du régime de la société à mission<sup>52</sup>.

L'évolution de la notion d'intérêt social depuis la Seconde Guerre mondiale jusqu'à la loi Pacte montre que la gouvernance d'entreprise française n'est pas isolée du développement cyclique de la gouvernance d'entreprise des autres systèmes juridiques. Si la notion est restée figée, elle s'est toujours adaptée au contexte historique dans lequel elle se situe : en temps de crise, elle tourne à gauche, en temps de prospérité, à droite. Autrement dit, c'est toujours le contexte macro-économique qui a modulé la notion pour aller plus ou moins vers l'intérêt des parties prenantes. Néanmoins, la tendance pro-stakeholder du droit français reste indéniable.

**7. Mise en tension et enjeux.** Cette mise en perspective historique permet de saisir l'intérêt de la gouvernance d'entreprise, comme un mouvement périodique de balancier entre les différents paradigmes. Ces mouvements de vases communicants entre l'intérêt des autres et l'intérêt des uns impactent considérablement le marché des OPA.

**Enjeux pratiques.** L'actualité du droit des affaires français est riche d'enseignements en matière de gouvernance d'entreprise. Les sociétés françaises se sont trouvées au cœur des débats sur la gouvernance d'entreprise, en raison des différentes réformes législatives, de la montée de l'activisme actionnariale et du comportement des dirigeants des grandes sociétés françaises. Les affaires qui ont pointé du doigt les dysfonctionnements de la gouvernance d'entreprise française ne manquent pas : Lagardère/Amber Capital et Vivendi (nomination des membres du conseil de surveillance) ; Danone (dissociation de la fonction de président et de directeur général et sa révocation) ; Scor (responsabilité des administrateurs en période d'OPA) ; Veolia /Suez (l'intérêt des actionnaires et des parties prenantes dans le cadre d'une OPA), etc.

<sup>47</sup> A. Pietrancosta "Intérêt social" and "raison d'être": Thoughts about two core provisions of the Business Growth and Transformation Action Plan (PACTE) Act that amend corporate law, – 2019.

<sup>48</sup> Delvolvé P., « La loi PACTE et l'entreprise », RFDA 2019, p. 589.

<sup>49</sup> *Ibidem*.

<sup>50</sup> Art. 1833 Code Civil.

<sup>51</sup> Art. 1835 Code Civil.

<sup>52</sup> Art. L210-10 Code de Commerce.

**Tensions.** C'est à partir de la loi Florange<sup>53</sup> et de l'affaire Veolia/Suez que ce projet de recherche se propose d'étudier les tensions que suscite le concept de gouvernance d'entreprise dans le marché des OPA. Nous insistons, ici, sur le terme « tension » relativement neutre qui rend mieux compte de notre idée de départ. C'est dans ce sens que nous posons l'hypothèse suivante : **la gouvernance d'entreprise française met à mal l'efficacité du marché des OPA.** Plus précisément, le choix de la loi Florange d'abandonner le principe de neutralité a des impacts négatifs concrets sur le marché des OPA. Ces impacts sont accentués par la vision « *stakeholder* » du droit français qui nuit au principe de sécurité juridique. Le principe de sécurité juridique, principe fondamental de droit, découle de la notion même d'État de droit : « On peut les [les principes de l'État de droit] synthétiser : principe de primauté de la constitution et de sa garantie juridictionnelle, soumission de l'administration et de la justice à la loi et au droit, réserve de la loi qui interdit à l'exécutif d'agir sans une base législative suffisante, principe d'applicabilité immédiate des droits fondamentaux, séparation des pouvoirs, *sécurité juridique (et ses corollaires : précision et clarté des normes, protection de la confiance légitime, principe de non-rétroactivité)* »<sup>54</sup>. Partant, toute atteinte à la sécurité juridique est une atteinte à l'État de droit. Or, si le choix du modèle de gouvernance d'entreprise, pour l'objet de la société ou pour la capacité défensive lors d'une OPA, nuit au bon fonctionnement du marché des OPA et crée une incertitude quant à l'issue de l'offre, il y'aurait une atteinte à la sécurité juridique. Cette atteinte ne doit pas être minimisée dans la mesure où elle emporte plusieurs conséquences sur l'attractivité du marché français et sa liquidité.

La tension existante entre la gouvernance d'entreprise et les OPA peut être observée observée depuis la directive OPA (ci-après « la directive ») qui a proposé « un dispositif "à la carte" ou à "géométrie variable", innovant et complexe ... qui renvoie largement à l'appréciation des États membres et, subsidiairement, à celle de leurs sociétés ressortissantes »<sup>55</sup>. Cette complexité, s'explique par les différences des modèles de gouvernance d'entreprise au sein des États-membres : certains privilégiant l'intérêt des actionnaires, d'autres celui des parties prenantes.

**8. Problématique.** Comment alors la dynamique de la gouvernance d'entreprise, allant de l'actionnaire aux parties prenantes, du pouvoir (les dirigeants) au contrôle (les actionnaires), peut-elle effectivement se déployer dans le cadre des OPA ? De quelles manières les mouvements de gouvernance d'entreprise peuvent-ils se développer dans un marché des OPA figé entre l'efficacité et la création des richesses ?

<sup>53</sup> LOI n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

<sup>54</sup> O. Jouanjan, « L'Etat de droit », in *Dictionnaire de philosophie politique*, Ph. Raynaud, S. Rials, dir., *Dictionnaire de philosophie politique*, Paris : puf, 1996, p. 650, **nous soulignons**.

<sup>55</sup> A. Pietrancosta & A. Maréchal, Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité », Bull. Joly Bourse 2005, p. 797.

De ce qui précède et en tenant en compte de la nature pratique du problème de gouvernance d'entreprise, nous souhaitons également soulever l'interrogation suivante : en quoi l'approche « *stakeholder* » du droit français a-t-elle influencé le marché des OPA ? est-elle une source de protection de parties prenantes et de préservation de l'intérêt long-terme de l'entreprise, ou une source d'insécurité juridique pour tous les intervenants dans une opération d'OPA ?

**9. Démarche, *modus operandi*.** Comme indiqué, dans ce travail de recherche, nous nous proposons d'explorer les tensions que suscite la gouvernance d'entreprise dans le marché des OPA. L'analyse dépend d'une certaine prise de position par rapport au problème (ou aux problèmes) du choix du modèle de gouvernance. **Nous nous efforçons ainsi de défendre le modèle de la primauté actionnariale**, que ce soit au niveau de l'organe social compétent pour adopter des défenses anti-OPA, ou à défaut, au niveau de l'intérêt à prendre en compte par les dirigeants dans l'appréciation des défenses anti-OPA. Les raisons de ce choix faisant l'objet d'un approfondissement ultérieur, nous nous contenterons à ce stade de signaler l'angle d'étude du projet. Il se fera en tenant compte des évolutions du droit français des OPA, car c'est à la lumière du passé qu'on comprend mieux le présent et l'avenir.

Notre choix étant explicité, il nous faut maintenant expliquer ce que nous allons entreprendre. Pour cela, nous allons utiliser plusieurs méthodes :

**La méthode synthétique** portera sur les parties relatives à : (i) la divergence des modèles de gouvernance d'entreprise par le contenu du débat et l'expression normative du débat ; (ii) l'importance du marché des OPA comme facteur de croissance, que ce soit par les vertus du marché des OPA (création de richesse et la discipline des dirigeants) ou par les facteurs déterminants l'efficacité du marché des OPA (les défenses anti-OPA et l'activité d'arbitrage) ; (iii) le positionnement de la France quant au modèle de gouvernance d'entreprise dans le cadre des OPA.

**La méthode démonstrative** portera sur la démonstration : (i) du choix de la loi Florange par des arguments de l'analyse économique ; (ii) de la primauté actionnariale à la lumière de la loi Florange ; (iii) des implications de la primauté actionnariale en période d'OPA ; (iv) de l'imprécision de la notion d'intérêt social et de ses conséquences ; (v) de l'insuffisance des limites légales dans l'encadrement de la capacité défensive des dirigeants ; (vi) des effets pervers de l'accroissement du pouvoir social et politique.

Enfin, les **propositions de *lege ferenda* et d'évolutions jurisprudentielles** porteront sur : (i) le régime de contestation du prix de l'offre ; (ii) l'appréciation des défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des

actionnaires ; (iii) le régime de responsabilité civile des administrateurs en période d'OPA ; (iv) l'articulation de la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA.

*In fine* et avant l'exposé des étapes de notre travail, il nous faut apporter quelques précisions méthodologiques quant à notre démarche. En premier lieu, nous utiliserons dans plusieurs parties la méthodologie comparatiste pour montrer les différences entre les objets étudiés ; différences pouvant montrer les limites du droit français. En second lieu, notre analyse sera non seulement juridique, mais économique. Enfin, dans notre démonstration ou proposition, nous allons illustrer nos propos par des études de cas tirés de la pratique.

**10. Annonce du plan.** Ce projet de recherche se propose d'étudier une double tension : la première est interne au cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise et au marché des OPA (**Partie I**) ; la seconde est issue de l'impact de la *stakeholder approach*, comme source d'insécurité juridique, sur les pouvoirs des intervenants dans les OPA en France (**partie II**).

## **PARTIE I : CADRE CONCEPTUEL DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET LE MARCHÉ DES OPA**

L'écllosion du mouvement de gouvernance d'entreprise coïncide avec l'apogée des OPH dans les années 1970. Les sociétés se sont engagées dans des acquisitions successives des entreprises sur le marché par le mécanisme de l'OPA. L'actionnaire, en tant qu'apporteur de capitaux, a exigé en contrepartie de ses capitaux un certain nombre de standards. C'est de là que vient l'idée de la gouvernance d'entreprise qui consiste en un mouvement de régulation interne où la firme est perçue comme une démocratie caractérisée par un vote (la volonté populaire/les actionnaires), un pouvoir (les gouvernements/les dirigeants) et un contrôle (le pouvoir judiciaire/le marché du contrôle des entreprises). Si le pouvoir faillit à ses engagements, le marché de contrôle l'évincera grâce à la volonté souveraine des actionnaires qui apporteront leurs titres au nouveau prétendant du pouvoir. C'est de là qu'on peut affirmer l'intégration du marché des OPA au sein de la gouvernance d'entreprise (*chapitre 1*).

Mais tout ne s'arrête pas au niveau de l'intégration. Une fois intégré, le marché des OPA doit s'approprier d'un habillage de la vaste armoire de la gouvernance d'entreprise. Ainsi, le marché des OPA doit s'approprier d'un modèle déterminé qui commandera son fonctionnement, d'où l'importance du choix du modèle de gouvernance d'entreprise dans le cadre des OPA (*chapitre 2*).

### **CHAPITRE 1 : L'INTÉGRATION DU MARCHÉ DES OPA AU SEIN DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE**

Le marché du contrôle des entreprises est le marché sur lequel les entreprises ou les sociétés de capital-investissement recherchent d'autres entreprises à acheter. Les sociétés qui recherchent sont appelées « acquéreurs » ; les sociétés recherchées sont appelées « cibles ». Une cible publique est détenue par un nombre important d'actionnaires puisque ses titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Dans ce cas, l'opération d'acquisition est réalisée par un « initiateur » et le marché concerné est le marché des OPA, à l'exclusion du marché des acquisitions en général qui inclut les cibles privées, c'est-à-dire les entreprises dont les actions ne sont pas admises sur un marché réglementé. Notre démonstration porte sur le marché du contrôle des entreprises publiques, soit le marché des OPA.

Le rôle déterminant du marché des OPA, comme composante du marché du contrôle des entreprises, dans l'économie fait l'objet d'une quasi-unanimité dans la littérature économique, d'où l'importance du marché des OPA comme facteur de croissance (*section 2*). Néanmoins, ce marché n'est pas isolé

de son environnement économique et juridique. En effet, **il s'intègre dans un système complet qui subordonne son fonctionnement**. Ce système repose sur la vision qu'un ordre juridique accorde à ses entreprises, c'est-à-dire sur le modèle de gouvernance d'entreprise suivie. Le cadre conceptuel de ces modèles-là diverge d'un ordre juridique à un autre (*section I*), cette divergence influençant notablement le comportement des investisseurs sur un marché donné en lançant un fort signal aux marchés financiers (le marché des OPA notamment). C'est ce qui explique, entre autres, les différences dans l'attractivité des places financières mondiales.

## **SECTION 1 : LA DIVERGENCE DES MODÈLES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE**

L'entreprise se présente comme un centre de plusieurs intérêts convergents où toutes les parties prenantes et constituantes ont intérêt au succès de l'entreprise. Toutefois, c'est également un lieu de conflits où ces intérêts peuvent être totalement opposés et divergents dans certains cas, notamment en période d'OPA. Le droit des sociétés, à travers la gouvernance d'entreprise, est l'une des techniques de résolution des conflits antagoniques au sein de la société. Ici, **l'analyse économique du droit des sociétés intervient comme un moyen, un outil efficace pour permettre de clarifier les objectifs assignés à l'entreprise**.

La dynamique cyclique de la gouvernance d'entreprise nous a amenés à nous intéresser aux différents cycles connus en gouvernance d'entreprise dans l'assignation des objectifs à l'entreprise<sup>56</sup>. Les cycles historiques ayant été rappelés, il est à présent plus facile d'appréhender le contenu substantiel du débat entre les différents modèles de gouvernance d'entreprise (I). Si ces débats sont universels, des priorités juridiques différentes se sont développées dans les différentes juridictions au fil du temps<sup>57</sup>. Ainsi, il convient d'aborder les différentes applications dans les systèmes juridiques du débat sur l'objectif assigné à l'entreprise. Ces applications démontrent que les modèles de gouvernance d'entreprise ne sont pas coperniciens, mais connaissent des allers-retours entre eux (II).

### **I. Le contenu du débat entre les différents modèles de gouvernance d'entreprise :**

En gouvernance d'entreprise, deux approches s'affrontent concernant l'objectif qui devrait être assigné à l'entreprise : d'une part, une approche qui érige la primauté actionnariale comme l'objectif principal de toute entreprise (A) et, d'autre part, une autre approche qui plaide l'ouverture de l'objectif de

<sup>56</sup> Voir supra n°5.

<sup>57</sup> Alogna, Forrest G. and Bourrellis, Hadrien and Cardi, Bertrand and Carpenter, Matthew T. and Emmerich, Adam O. and Mirvis, Theodore N., *The Shareholder in France and the United States: A Comparative Analysis of Corporate Legal Priorities*, op. cit.

l'entreprise à toutes les parties prenantes (B). Entre les deux points de vue, un compromis qui se base sur la maximisation de la valeur éclairée pour l'actionnaire a émergé (C).

### **A. La primauté actionnariale comme modèle de gouvernance d'entreprise :**

Il convient, en premier lieu, de s'intéresser au contenu des arguments en faveur du modèle de gouvernance d'entreprise basé sur la primauté actionnariale afin de s'affranchir de toutes les caricatures dont il fait l'objet (1), avant de s'intéresser, en second lieu, aux critiques et aux carences que ce modèle peut présenter (2).

#### **1) Les arguments en faveur de la primauté actionnariale :**

**11. Postulat.** La forme de société par actions présente les mêmes caractéristiques clés depuis 150 ans : une personnalité morale ; une responsabilité limitée ; un capital engagé pour la durée de vie de l'entreprise ; la cessibilité des actions ; la gestion déléguée ; et la propriété des actionnaires<sup>58</sup>. Une grande partie du droit des sociétés consiste à contrôler trois coûts d'agence qui émergent de la divergence d'intérêts entre : les actionnaires et les gestionnaires ; les actionnaires de contrôle et les actionnaires non contrôlants ; et les actionnaires et les créanciers<sup>59</sup>. Les caractéristiques de la société par actions, en particulier la propriété des actionnaires a conduit certains auteurs à considérer que le contrôle ultime de l'entreprise devrait appartenir à la catégorie des actionnaires. Les gestionnaires de l'entreprise devraient être chargés de l'obligation de gérer l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires<sup>60</sup>. Les autres parties prenantes de l'entreprise devraient donc voir leurs intérêts protégés par des moyens contractuels et réglementaires plutôt que par une participation à la gouvernance de l'entreprise<sup>61</sup>.

**12. Court-termisme et primauté actionnariale.** Il ne faut pas confondre la primauté actionnariale avec la maximisation du prix de l'action à court terme au cours de la gestion quotidienne de la société, car il est incorrect de prétendre que la loi, dans n'importe quel système juridique, exige des administrateurs qu'ils maximisent le prix de l'action à court terme.<sup>62</sup>

<sup>58</sup> Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law*, Chapter 1 (3d edition DATE), 2017.

<sup>59</sup> Rock, Edward B., *For Whom is the Corporation Managed in 2020?*, *The Debate over Corporate Purpose* (May 1, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 515/2020, NYU School of Law, Public Law Research Paper No. 20-16, NYU Law and Economics Research Paper.

<sup>60</sup> Gatti, Matteo and Ondersma, Chrystin D., *Stakeholder Syndrome: Does Stakeholderism Derail Effective Protections for Weaker Constituencies?* (March 21, 2021). *North Carolina Law Review*, Forthcoming, Rutgers Law School Research Paper No. Forthcoming

<sup>61</sup> Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law*, op. cit.

<sup>62</sup> Rock, Edward B., *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, op. cit.

**13. Primauté actionnariale et le bien-être social.** Pour mettre les choses en perspective, les partisans de la primauté actionnariale considèrent que l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale est favorable aux parties prenantes, parce que cet objectif passe par la maximisation de la valeur de l'entreprise elle-même. En d'autres termes, en « *augmentant la taille du gâteau* », tout le monde, actionnaires et parties prenantes, aura vocation à retirer un surplus de la valeur de gâteau : « *increasing the size of the pie benefits everybody* »<sup>63</sup>. En effet, la relation entre une entreprise et ses parties prenantes est, dans une certaine mesure, mutuellement bénéfique<sup>64</sup> : les parties prenantes dépendent de l'entreprise (emplois, produits et services, etc.) et l'entreprise dépend de ses parties prenantes (capital financier et humain, infrastructure, etc.)<sup>65</sup>. Il n'est donc pas surprenant que la maximisation de la valeur à long terme pour les actionnaires exige de prêter une attention particulière aux effets des opérations de l'entreprise sur les parties prenantes<sup>66</sup>. Cette logique n'est pas nouvelle et relève même de la discussion d'Adam Smith sur la main invisible qui considère que :

« [Each person] generally, indeed, neither intends to promote the public interest, nor knows how much he is promoting it ... he intends only his own security; and by directing [his] industry in such a manner as its produce may be of the greatest value, he intends only his own gain, and he is in this, as in many other cases, led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention. Nor is it always the worse for the society that it was not part of it. By pursuing his own interest he frequently promotes that of the society more effectually than when he really intends to promote it. »<sup>67</sup>.

Autrement dit, la poursuite non coordonnée d'un intérêt privé par le biais d'un échange volontaire tend à servir l'intérêt public. Cela implique que les intérêts des actionnaires et des parties prenantes convergent souvent. Par ailleurs, la poursuite d'un intérêt privé par le biais d'un échange volontaire favorise fréquemment, c'est-à-dire pas toujours, l'intérêt public qui est, appliqué à notre question, l'intérêt des parties prenantes<sup>68</sup>.

**14. L'actionnaire, créancier résiduel et le principal dans la relation d'agence.** Par ailleurs, les actionnaires sont des créanciers résiduels, c'est-à-dire dont la satisfaction pécuniaire est subordonnée à celle de tous les autres créanciers de la société. En termes simples, les autres parties prenantes doivent

<sup>63</sup> A. Edmans, *Grow the Pie – How Great Companies Deliver Both Purpose And Profit*.

<sup>64</sup> Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance* (February 26, 2020). *Cornell Law Review*, Volume 106, 2020, pp. 91-178, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No.1052, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2020-1.

<sup>65</sup> Enrico Moretti, *Local Multipliers*, 100 *AM. ECON. REV.* 373 (2010).

<sup>66</sup> Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, op. cit.

<sup>67</sup> Smith, A. 1963. *An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations*.

<sup>68</sup> Karpoff, Jonathan M., *On a Stakeholder Model of Corporate Governance* (December 8, 2020). *Financial Management*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 749/2021.

être payées en premier, avant que les actionnaires puissent recevoir les dividendes. La maximisation de la valeur actionnariale maximise donc la probabilité que les autres parties prenantes soient payées et l'efficacité de l'allocation des ressources au sein de l'entreprise<sup>69</sup>. De même, le caractère résiduel de la créance repose sur la vulnérabilité particulière de l'investissement en capital<sup>70</sup> qui n'est accompagné d'aucune garantie contractuelle et qui constitue une créance de très long terme puisque le capital existe tant que la société est en vie. Par ailleurs, la théorie de l'agence accorde aux actionnaires un pouvoir de contrôle pour s'assurer que les agents (les managers) agissent dans leurs intérêts. En effet, c'est les actionnaires qui élisent, contrôlent et révoquent les administrateurs. Il serait contraire à l'esprit humain de s'attendre à ce que les administrateurs ne prêtent pas une attention particulière aux intérêts de ceux qui les nomment.<sup>71</sup> C'est donc cette association entre le droit de contrôle et le droit d'appropriation des revenus résiduels de l'entreprise qui rend l'actionnaire comme un « propriétaire » de l'entreprise. Il est vrai que l'actionnaire n'est pas juridiquement propriétaire de la société<sup>72</sup>, mais cette qualité de propriétaire relève de l'artifice rhétorique<sup>73</sup> pour considérer que l'actionnaire est placé dans la position du propriétaire, comme s'il en était un.

**15. La protection des parties prenantes par des réglementations spéciales.** Selon la vision moniste de la primauté actionnariale, en cas d'atteinte aux intérêts des parties prenantes, celles-ci bénéficient d'une protection légale spéciale. En effet, les réglementations environnementales contrôlent les externalités environnementales. La redistribution s'effectue par le biais du système fiscal. Le droit du travail régit les relations entre les employés et les entreprises. Le droit de la concurrence protège et préserve les marchés concurrentiels<sup>74</sup>. Les dirigeants doivent maximiser la valeur de l'entreprise sous réserve de ces contraintes latérales imposées par la réglementation, c'est-à-dire selon Friedman, en respectant « *les règles du jeu* »<sup>75</sup>. Les autres parties prenantes étant protégées par la réglementation et/ou les contrats et les marchés, l'accent mis sur les actionnaires est un outil permettant d'accroître le bien-être social<sup>76</sup>.

La philosophie de la primauté actionnariale n'est pas fondée sur les intérêts antagonistes, mais sur l'alignement des intérêts et le choix d'un seul et unique intérêt capable d'englober et de satisfaire tous

<sup>69</sup> Mehrotra, Vikas and Morck, Randall K., Governance and Stakeholders (May 1, 2017). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 507/2017.

<sup>70</sup> Baums, Theodor et Kenneth E. Scott, 2005. Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. *The American Journal of Comparative Law*, 53/1: 31-75.

<sup>71</sup> Licht, Amir N., Varieties of Shareholderism: Three Views of the Corporate Purpose Cathedral (October 19, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 547/2020.

<sup>72</sup> Blair Margaret M., Why Lynn Stout Took Up the Sword Against Share Value Maximization, 2020, disponible : <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ael-2020-0083/html>

<sup>73</sup> Stout, Lynn A., Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy, 2002.

<sup>74</sup> Rock, Edward B., For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose, op. cit.

<sup>75</sup> Milton Friedman, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, op. cit.

<sup>76</sup> Edward B. Rock, Adapting to the New Shareholder-Centric Reality, 161 U. Pa. L. Rev. 1907, 1958 (2013).

les autres. Cet objectif unique est orienté vers la création de la valeur pour l'actionnaire (en passant donc par toutes les parties prenantes). C'est le seul qui permet non seulement d'inciter le dirigeant à prendre des risques pour mieux valoriser l'entreprise, mais également à le responsabiliser<sup>77</sup>. Néanmoins, cette vision actionnariale a fait l'objet de plusieurs critiques qu'il convient d'analyser.

## 2) Les critiques de la primauté actionnariale :

**16. Sur la forme.** S'agissant des critiques formelles, il a été considéré, à juste titre, que les actionnaires ne sont pas les propriétaires de la société<sup>78</sup>. Si la critique est fondée d'un point de vue juridique et technique, elle ne perturbe en rien la primauté actionnariale, car celle-ci repose sur la prémisse qu'il est préférable de considérer les actionnaires comme étant des propriétaires. Par ailleurs, il a été considéré que les managers ne sont pas des agents des actionnaires, mais de la société<sup>79</sup>. Ne portant pas sur le fond du débat, les critiques formelles n'ont pas une grande portée, contrairement aux critiques sur le fond du modèle actionnarial.

**17. Le détournement de valeur.** Il est vrai que les managers sont supposés créer de la valeur pour tous dans le cadre de la maximisation de la valeur actionnariale, mais ceci présente un risque de détournement et de transfert de la valeur des parties prenantes vers les actionnaires. En effet, il se peut que les parties prenantes non-actionnaires ne soient pas protégées de manière adéquate par la réglementation (ou le contrat), et que la structure favorise injustement les actionnaires par rapport à toutes les autres parties prenantes<sup>80</sup>.

**18. Fragilité de la qualité de créancier résiduel.** Par ailleurs, la distinction entre les créanciers résiduels (actionnaires) et les créanciers contractuels (parties prenantes) a été critiquée dans le sens où les parties prenantes n'ont pas un fort pouvoir de négociation dans l'entreprise<sup>81</sup>. De même, l'évolution des marchés financiers a créé des situations où les actionnaires ne se trouvent plus dans une position de créanciers résiduels, et par la même, rien ne justifierait ainsi qu'on les traite différemment des autres parties prenantes. Se sont multipliées des techniques financières, telles que les produits dérivés, qui ont permis aux actionnaires d'éliminer leurs risques et donc de ne plus avoir de cette qualité d'actionnaire que le nom (situation de « pseudo-associé »). À l'inverse, les mêmes techniques

<sup>77</sup> Voir infra n°158 et s.

<sup>78</sup> Stout, Lynn A., *Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, op. cit.

<sup>79</sup> *Ibidem*

<sup>80</sup> Rock, Edward B., *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, op. cit.

<sup>81</sup> Green, Ronald M., 1993. *Shareholders as Stakeholders: Changing Metaphors Of Corporate Governance*. *Washington & Lee Law Review* 50: 1409.

financières ont placé certains créanciers dans la position de quasi-créanciers résiduels, telles que les titres super-subordonnés (situation de « pseudo-associé »)<sup>82</sup>.

**19. La myopie.** La critique, sans doute la plus répandue, est celle du phénomène du court-termisme des dirigeants<sup>83</sup>. En effet, il a été soulevé que le modèle de gouvernance d'entreprise fondé sur les intérêts des actionnaires produit un résultat socialement souhaitable uniquement lorsque les marchés sont parfaits et que les contrats sont complets. Or, en pratique, en raison du coût de l'information et des transactions, les marchés ne sont pas parfaitement efficaces<sup>84</sup>. Néanmoins, cette critique est peu prouvée empiriquement<sup>85</sup> et commet le sophisme du Nirvana<sup>86</sup>, car elle repose sur une erreur qui consiste en la comparaison des défauts du monde réel d'un modèle de gouvernance d'entreprise fondé sur les intérêts des actionnaires (coût de l'information et des transactions) avec un monde nirvana de marchés parfaits. Autrement dit, une comparaison pertinente porterait plutôt sur les conséquences lorsque les gestionnaires sont chargés de servir les intérêts des actionnaires par rapport aux intérêts des parties prenantes<sup>87</sup>.

Les critiques de la primauté actionnariale ont conduit à l'émergence d'un modèle basé sur les parties prenantes.

## **B. La prise en compte de l'intérêt des parties prenantes come modèle de gouvernance d'entreprise :**

Comme pour la primauté actionnariale, il convient de s'intéresser aux arguments justifiant la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes (1), avant d'analyser les critiques qui leur sont adressées (2).

### **1) Les arguments en faveur de la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes :**

**20. La définition de la stakeholder approach.** La prise en compte de l'intérêt des parties prenantes peut se faire de deux manières<sup>88</sup> : Soit on estime que la prise en considération des attentes des parties prenantes conduit nécessairement la société à créer de la valeur sur le long terme<sup>89</sup> ; ou quand la société s'interroge sur son comportement, elle devrait prendre en considération les intérêts des parties

<sup>82</sup> A. Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse Paris 1 – Panthéon-Sorbonne.

<sup>83</sup> Voir par exemple: Martin Lipton and William Savitt, *The New Paradigm*, op. cit.

<sup>84</sup> Karpoff, Jonathan M., *On a Stakeholder Model of Corporate Governance*, op. cit.

<sup>85</sup> Voir infra n°91 et s.

<sup>86</sup> Sophisme consistant à mépriser une mesure au motif que celle-ci n'est pas parfaite.

<sup>87</sup> *Ibidem*.

<sup>88</sup> O. Maurel, La responsabilité des entreprises en matière de droits de l'homme, Doc. fr., coll. Les études de la CNCDH, 2009, vol. 1, p. 66 s.

<sup>89</sup> E. Mackaay et S. Rousseau, *Analyse économique du droit*, Dalloz - Thémis, 2<sup>e</sup> éd., 2008, p. 455 s.

prenantes dans la mesure où la société a nécessairement un impact sur ces dernières<sup>90</sup>. C'est cette dernière approche qui constitue la version purement pluraliste du *stakeholderisme* qui traite le bien-être des parties prenantes comme une fin en soi plutôt que comme un simple moyen. Selon ce point de vue, le bien-être de chaque groupe de parties prenantes est pertinent et précieux indépendamment de son effet sur le bien-être des actionnaires. Ainsi, les dirigeants doivent établir un équilibre entre les différents intérêts en présence<sup>91</sup>. L'approche fondée sur les parties prenantes, ou l'approche pluraliste doit être perçue comme une extrémité polaire de l'approche moniste fondée sur la primauté actionnariale. En effet, vu sous cet angle, les deux approches sont des concepts inverses et il n'est pas possible d'éviter la tension existante entre eux<sup>92</sup>. Ainsi, si la primauté actionnariale repose sur l'alignement des intérêts, l'approche fondée sur les parties prenantes est basée sur une vision binaire de la relation actionnaire / parties prenantes.

**21. La flexibilité de la gestion.** Si la primauté actionnariale fait appel à la réglementation pour la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes, cette délégation risque de faire naître un corporatisme étatique qui impose des garde-fous très étroits sur la flexibilité de la gestion des entreprises. Cette situation et mène, à terme, à la suppression de la concurrence sur les marchés. Cette démarche conduirait à un modèle européen qui pose des limites de plus en plus strictes pour les entreprises et les investisseurs<sup>93</sup>.

**22. Le rôle des dirigeants.** Par ailleurs, l'accroissement du pouvoir des actionnaires peut causer un préjudice aux parties prenantes de l'entreprise<sup>94</sup>. Il faudra donc imposer des limites au pouvoir des actionnaires pour empêcher ces derniers de prendre des décisions qui priveraient les parties prenantes de valeur. Ainsi, pour inciter les parties prenantes à investir dans la réussite d'une entreprise, il est dans l'intérêt des actionnaires eux-mêmes de laisser les conseils d'administration prendre des décisions qui tiennent compte des intérêts des parties prenantes<sup>95</sup>. L'argument selon lequel les intérêts des parties prenantes justifient le contrôle de la direction a joué un rôle important dans le débat sur les défenses anti-OPA et a poussé plusieurs États à adopter des lois autorisant la direction à prendre en compte les intérêts des parties prenantes lorsqu'elle répond à une OPA<sup>96</sup>.

<sup>90</sup> D. Martin, D. Poracchia, *Regard sur l'intérêt social*, op. cit.

<sup>91</sup> Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, op. cit.

<sup>92</sup> Licht, Amir N., *Varieties of Shareholderism: Three Views of the Corporate Purpose Cathedral*, op. cit.

<sup>93</sup> Martin Lipton, *Was Milton Friedman right about shareholder capitalism?*, Harvard Law School Forum on corporate Governance, 2021, Disponible: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/04/21/was-milton-friedman-right-about-shareholder-capitalism/>.

<sup>94</sup> Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247, 253 (1999).

<sup>95</sup> Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, *Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come*, 59 BUS. LAW. 67 (2003).

<sup>96</sup> Bebchuk, Lucian A., *The Case for Increasing Shareholder Power*. Harvard Law Review, Vol. 118, No. 3, pp. 833-914, January 2005, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 500.

**23. Les effets bénéfiques.** Selon ce modèle, l'orientation de la gouvernance d'entreprise vers les parties prenantes promet de résoudre de nombreux problèmes d'entreprise et de société<sup>97</sup>. Les entreprises peuvent devenir plus innovantes et plus résilientes<sup>98</sup>, avoir de meilleures relations avec les clients et les employés<sup>99</sup> ou encore présenter moins de risques<sup>100</sup>. Ainsi, selon Freeman : « *les grandes entreprises perdurent parce qu'elles parviennent à aligner les intérêts des parties prenantes dans la même direction* »<sup>101</sup>.

**24. Les externalités.** Enfin, selon cette approche, un modèle de gouvernance qui incite les dirigeants à tenir compte des intérêts des parties prenantes peut les inciter à prendre en considération l'ensemble des coûts et avantages sociaux de leurs actions (les externalités), en plus des coûts et avantages qui sont internalisés par l'entreprise<sup>102</sup>.

A côté de ces arguments, plusieurs critiques ont été soulevées par la littérature.

## **2) Les critiques de la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes :**

**25. L'absence d'objet unique.** D'abord, il a été considéré que la théorie des parties prenantes ne doit pas être considérée comme un concurrent légitime de la maximisation de la valeur actionnariale, car elle ne parvient pas à fournir une spécification complète de l'objet de l'entreprise. En effet, si la maximisation de la valeur fournit aux dirigeants d'entreprise un objectif unique, la théorie des parties prenantes leur demande de servir «*plusieurs maîtres*»<sup>103</sup>. Les administrateurs disposeraient donc d'une grande discrétion pour décider s'ils tiendront compte des intérêts des parties prenantes<sup>104</sup>, ce qui est une source de confusion et de dé-responsabilisation des dirigeants<sup>105</sup>. En effet, toute action peut être justifiée comme bénéficiant prétendument à une partie prenante ou à une autre.<sup>106</sup> Ainsi, la conciliation de nombreux intérêts est source d'inefficacité, de confusion et de conflits pour l'entreprise<sup>107</sup>.

<sup>97</sup> Karpoff, Jonathan M., On a Stakeholder Model of Corporate Governance, op. cit.

<sup>98</sup> Luo, Xueming & Shuili Du, 2014. Exploring the relationship between corporate social responsibility and firm innovation, Marketing Letters, DOI: 10.1007/s11002-014-9302-5.

<sup>99</sup> Greening, D. W. & Turban, D. B., 2000. Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce, Business & Society 39, 254-80.

<sup>100</sup> Koh, P.-S., Qian, C. & Wang, H., 2014. Firm litigation risk and the insurance value of corporate social responsibility, Strategic Management Journal 35, 1464-82.

<sup>101</sup> Freeman, R.E., 2010. Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge University Press.

<sup>102</sup> Karpoff, Jonathan M., On a Stakeholder Model of Corporate Governance, op. cit.

<sup>103</sup> Jensen, Michael C., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function (October 2001). Tuck Business School Working Paper No. 01-09; Harvard NOM Research Paper No. 01-01; Harvard Business School Working Paper No. 00-058.

<sup>104</sup> S. Rousseau, I. Tchotourian L'intérêt social en droit des sociétés, op. cit.

<sup>105</sup> Voir les critiques de l'intérêt social, n°122 et s.

<sup>106</sup> Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 NW. U. L. REV. 547, 550 (2003).

<sup>107</sup> Nyombi, Chrispas and Mortimer, Tom and Lewis, Rhidian and Zouridakis, Georgios, Shareholder Primacy and Stakeholders' Interests in the Aftermath of a Takeover: A Review of Empirical Evidence (March 15, 2015). International Business Law Journal (2015), Iss 2, pp. 161-186.

À cet égard, la théorie des parties prenantes viole la proposition selon laquelle un objectif à valeur unique est une condition préalable à un comportement rationnel de la part de toute organisation. En particulier, une entreprise qui adopte la théorie des parties prenantes sera handicapée dans la compétition pour la survie car, en tant que base d'action, l'approche politise l'entreprise et laisse à ses dirigeants le pouvoir d'exercer leurs propres préférences dans l'utilisation des ressources de l'entreprise<sup>108</sup>. Il en résultera une absence d'objectif qui handicapera l'entreprise dans sa lutte pour la survie<sup>109</sup>.

**26. La politisation de la société.** Il est vrai qu'il existe des circonstances où le critère de maximisation de la valeur ne maximise pas le bien-être social, notamment en cas de monopoles ou d'externalités, toutefois, la résolution de ces problèmes est le domaine légitime du gouvernement dans sa fonction d'établissement de règles<sup>110</sup>.

**27. L'absence d'outils d'équilibrage.** La théorie des parties prenantes n'indique pas aux gestionnaires de la société comment choisir entre de multiples parties prenantes aux intérêts concurrents : les clients veulent des prix bas et une qualité élevée ; les employés veulent des salaires élevés, des conditions de travail de qualité et des avantages sociaux ; les créanciers veulent un risque faible et des rendements élevés ; les collectivités territoriales veulent des dépenses sociales des entreprises au profit de la communauté dans son ensemble, une augmentation des investissements locaux et des emplois stables ; les actionnaires veulent une maximisation de la valeur actionnariale ; etc. Comment la décision sociale prise par les dirigeants peut équilibrer entre tous ces intérêts ? La théorie des parties prenantes ne donne aucun outil ou précision sur la manière d'effectuer les compromis entre les parties prenantes<sup>111</sup>, d'où sa principale défaillance et la remarquable popularité de la théorie auprès des dirigeants<sup>112</sup>. En effet, il est vrai que la préoccupation croissante concernant les effets des entreprises sur les parties prenantes a motivé le soutien à la théorie des parties prenantes, mais il n'est pas moins vrai que l'espace discrétionnaire créé par la théorie n'est profitable qu'aux dirigeants car il évite la réglementation étatique directe et repose sur la prise de décision privée<sup>113</sup>. C'est dans ce sens que Bebchuk a considéré qu'en suscitant des attentes « illusoires » quant à sa capacité à remédier aux externalités des entreprises, le *stakeholderisme* entraverait, limiterait ou retarderait les réformes politiques qui pourraient offrir une protection efficace aux parties prenantes<sup>114</sup>. Autrement dit, la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes en gouvernance d'entreprise peut avoir un effet contre-productif sur ces

<sup>108</sup> Jensen, Michael C., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, op. cit.

<sup>109</sup> Kees Cools and Mirjam van Praag, The Value Relevance of a Single-Valued Corporate Target: An Empirical Analysis, 2000.

<sup>110</sup> H. Coase, The Problem of Social Cost, Journal of Law and Economics 3, no. October 1960: pp. 1-44.

<sup>111</sup> Jensen, Michael C., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, op. cit.

<sup>112</sup> Voir infra. n°125

<sup>113</sup> Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, op. cit

<sup>114</sup> *Ibidem*.

mêmes parties prenantes car cette approche a un effet paralysant sur la réglementation qui permet de limiter les externalités des entreprises sur la société.

**28. L'accroissement des conflits.** L'un des coûts potentiels d'une focalisation sur les parties prenantes est que l'accent mis sur les intérêts des parties prenantes peut accroître les conflits concernant l'utilisation des ressources de l'entreprise. En effet, si dans le modèle moniste de l'entreprise les actionnaires sont souvent en désaccord sur les politiques d'investissement et de dividendes de l'entreprise, le modèle pluraliste amplifiera le potentiel de conflits sur la distribution des ressources. Par conséquent, la volonté de se concentrer sur les intérêts des parties prenantes s'accompagne d'un risque de conflit accru entre les groupes de parties prenantes<sup>115</sup>.

**29. Problème d'évaluation.** Enfin, il existe une difficulté d'évaluation des intérêts des différentes parties prenantes qui sont imparfaitement corrélés. En effet, les demandes des parties prenantes affectées par des externalités, telles que la pollution ou la congestion des infrastructures, sont intrinsèquement difficiles à évaluer, mais cette logique exigerait de les prendre en compte également dans l'estimation de la valeur nette totale de l'entreprise pour la société. Cet exercice est impossible dans la pratique parce que les données nécessaires pour le réaliser n'existent pas<sup>116</sup>.

La gouvernance d'entreprise a oscillé entre deux approches. Certains auteurs ont proposé un compromis, un modèle de gouvernance qui essaye de trouver un terrain d'entente entre les deux camps, en l'occurrence le modèle de la maximisation de la valeur éclairée.

### **C. La maximisation de la valeur éclairée comme modèle de gouvernance d'entreprise :**

**30. Définition.** La maximisation éclairée de la valeur actionnariale (« *Enlightening Shareholder Value* ») se présente comme un compromis des deux modèles antagonistes. En effet, cette proposition maintient le fondement d'un modèle de gouvernement d'entreprise basé sur les actionnaires, mais considère que les gestionnaires sont des agents de l'entreprise dans son ensemble et doivent donc tenir compte des intérêts de toutes les parties prenantes<sup>117</sup>. Les actionnaires conservent leur statut de primauté dans l'entreprise, mais les intérêts des autres parties prenantes sont pris en compte si nécessaire.

**31. Conception.** Dans ce modèle, les gestionnaires devraient diriger l'entreprise avec le seul objectif de maximiser la valeur de l'entreprise et la durabilité à long terme des activités de l'entreprise, évitant

<sup>115</sup> Karpoff, Jonathan M., On a Stakeholder Model of Corporate Governance, op. cit.

<sup>116</sup> Mehrotra, Vikas and Morck, Randall K., Governance and Stakeholders, op. cit.

<sup>117</sup> Jensen, Michael C., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, op. cit.

ainsi d'avoir à jongler avec de multiples intérêts contradictoires<sup>118</sup>. Néanmoins, au cœur de cette approche, se trouve la perception que la valeur de l'entreprise résulte à son tour en une allocation efficace de la richesse aux parties prenantes de l'entreprise. Ainsi, ce point de vue défend les intérêts des parties prenantes comme un moyen d'atteindre l'objectif final de maximisation de la richesse des actionnaires<sup>119</sup>. Dans cette optique, la maximisation de la valeur éclairée utilise une grande partie de la structure de la théorie des parties prenantes, mais accepte la maximisation de la valeur à long terme de l'entreprise comme critère pour faire les compromis nécessaires entre ses parties prenantes<sup>120</sup>. Ce faisant, elle résout les problèmes découlant des objectifs multiples qui accompagnent la théorie traditionnelle des parties prenantes<sup>121</sup>.

Certains appellent cette approche la « RSE stratégique » et soutiennent qu'une orientation vers les parties prenantes peut améliorer les performances financières en renforçant la réputation de l'entreprise, en facilitant les relations avec les parties prenantes, en diminuant les risques et en augmentant l'innovation<sup>122</sup>. En effet, une focalisation trop étroite sur la valeur actionnariale décourage les parties prenantes de réaliser les investissements qui contribuent à des valeurs actuelles nettes positives<sup>123</sup>.

**32. Critiques.** Toutefois, il a été avancé qu'en tant que modèle de gouvernance d'entreprise, le modèle de la valeur actionnariale éclairée n'apporte aucun élément nouveau par rapport au modèle actionnarial traditionnel de gouvernance d'entreprise<sup>124</sup>. Par ailleurs, le modèle la maximisation de la valeur actionnariale éclairée ne résout pas les nombreuses situations de conflit évident entre les intérêts des actionnaires et ceux des différentes parties prenantes ; ne répartit pas le surplus que l'entreprise pourrait créer ; et ne valorise pas les externalités que l'entreprise pourrait infliger à des parties prenantes plus éloignées, comme l'environnement<sup>125</sup>. Enfin, si les partisans de ce modèle pouvaient croire que le passage à un principe de valeur actionnariale éclairée permettrait des gains rhétoriques et politiques même si l'on ne doit pas s'attendre à ce qu'il ait un effet matériel sur la substance des décisions de l'entreprise, cela devrait être une raison de s'opposer à cette forme de *stakeholderisme*, et non de la soutenir<sup>126</sup>. Dans ce cas, l'adoption du principe de la valeur actionnariale éclairée non seulement

<sup>118</sup> Nyombi, Chrispas and Mortimer, Tom and Lewis, Rhidian and Zouridakis, Georgios, Shareholder Primacy and Stakeholders' Interests in the Aftermath of a Takeover: A Review of Empirical Evidence, op. cit.

<sup>119</sup> Mehrotra, Vikas and Morck, Randall K., Governance and Stakeholders, op. cit.

<sup>120</sup> Jensen, Michael C., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, op. cit.

<sup>121</sup> *Ibidem*

<sup>122</sup> Vishwanathan, Pushpika, Hans (J.) van Oosterhout, Pursey P. M. A. R. Heugens, Patricio Duranc, & Marc van Essen, 2020. Strategic CSR: A concept building meta-analysis, Journal of Management Studies 57(2), 314-350.

<sup>123</sup> Mehrotra, Vikas and Morck, Randall K., Governance and Stakeholders, op. cit.

<sup>124</sup> Karpoff, Jonathan M., On a Stakeholder Model of Corporate Governance, op. cit.

<sup>125</sup> Mehrotra, Vikas and Morck, Randall K., Governance and Stakeholders, op. cit.

<sup>126</sup> Bebcuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, op. cit

n'améliorerait pas directement la protection des parties prenantes, mais détériorerait aussi indirectement le niveau global de cette protection<sup>127</sup>.

**33. Conclusion.** En conclusion, l'on remarque que les différents modèles de gouvernance d'entreprise ont fait l'objet d'une vaste littérature. Celle-ci n'étant pas que théorique, elle a connu des applications variées dans les différents systèmes juridiques. Il convient donc de s'intéresser à l'expression normative des modèles de gouvernance d'entreprise.

## II. L'expression normative des modèles de gouvernance d'entreprise :

Tous les systèmes juridiques ont leur propre tradition qui a influencé leur choix concernant le modèle de gouvernance d'entreprise à suivre. Il est fréquent d'assimiler le modèle américain au modèle britannique et d'opposer les systèmes juridiques de *Common law* aux systèmes de droit civil et asiatiques. Néanmoins, l'étude du droit comparé (A) démontre qu'il convient de nuancer ces idées reçues et que la notion d'intérêt social française n'est pas une notion simple à cerner. C'est pour cette raison qu'il sera intéressant d'isoler le cas de la France pour l'étudier individuellement (B).

### A. En droit comparé :

Une étude pertinente de l'objet de l'entreprise en droit comparé impose de prime abord une observation : il n'existe pas un choix mieux qu'un autre ou un choix unique de gouvernance d'entreprise transposable à tous les systèmes juridiques. En effet, comme il a été démontré, le choix sur l'objet de l'entreprise ne dépend pas seulement d'une volonté discrétionnaire. Il s'agit plutôt d'un acheminement historique commandant l'établissement et l'évolution de l'objet de l'entreprise, lui-même dépendant des conditions macro-économiques. Une fois que cette observation a été faite, l'étude de quelques tendances en droit comparé sera faite, d'une part en fonction de l'influence du pays concerné, et d'autre part, en fonction de la spécificité de son système normatif.

**34. États-Unis.** L'objectif de la société aux États-Unis<sup>128</sup> est, comme l'a affirmé le chancelier William Chandler de la Cour de chancellerie du Delaware<sup>129</sup>, « de promouvoir la valeur de la société au profit de ses actionnaires »<sup>130</sup>. L'American Law Institute qui fixe les standards en matière de droit des sociétés

<sup>127</sup> *Ibidem*

<sup>128</sup> Rock, Edward B., For Whom is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose, op. cit.

<sup>129</sup> Une majorité de sociétés aux États-Unis sont régies par la loi sur les sociétés générales du Delaware et, dans la mesure où elles sont applicables, par les lois fédérales sur les valeurs mobilières. En 2019, 67,8 % des sociétés figurant au classement Fortune 500 et 89 % des entreprises ayant fait une première offre publique en 2019 étaient constituées au Delaware. Del. Div. of Corps., 2019 Annual Report Statistics, <https://corpfiles.delaware.gov/Annual-Reports/Division-of-Corporations-2019-Annual-Report.pdf>.

<sup>130</sup> eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A.3d 1, 34 (Del Ch. 2010).

l'a énoncé clairement : « *une société... doit avoir pour objectif de mener des activités commerciales en vue d'accroître le profit de la société et le gain des actionnaires* »<sup>131</sup>. Il n'existe pas aux États-Unis une loi qui indique que les dirigeants doivent agir dans l'intérêt des actionnaires. Il s'agit d'une norme sociale qui s'est imposée par la jurisprudence<sup>132</sup>. La plus ancienne des décisions (et la plus connue) est celle qui a opposé les frères Dodge à Ford Motor en 1919<sup>133</sup> où la Cour suprême du Michigan a indiqué que l'entreprise est organisée d'abord pour le profit des actionnaires<sup>134</sup>. Plus récemment, Leo Strine (ancien juge en chef de la Cour suprême du Delaware) a considéré qu'un regard lucide sur le droit des sociétés au Delaware révèle que les dirigeants doivent faire du bien-être des actionnaires leur unique objectif et que les sociétés du Delaware ne peuvent prendre en compte les intérêts des parties prenantes « *que comme un moyen de promouvoir le bien-être des actionnaires* »<sup>135</sup>.

Si une poignée de décisions des tribunaux du Delaware ont modestement étendu la règle de l'appréciation commerciale pour permettre aux administrateurs d'entreprise de prendre en compte l'impact de leur prise de décision sur les parties prenantes, ces décisions exigent toutefois que les mesures prises au nom d'autres groupes d'intérêt produisent un avantage rationnel pour les actionnaires<sup>136</sup>. Par ailleurs, il est à noter que plusieurs États ont adopté des lois sur les autres parties prenantes (« *constituency statutes* ») permettant, mais généralement sans les y obliger, aux dirigeants de tenir compte des intérêts des autres parties prenantes. Néanmoins, ces lois ont été adoptées dans le contexte de prise de contrôle des années 1980. Ainsi, si ces lois ont élargi la latitude de la prise de décision fiduciaire, elles n'ont pas modifié ses priorités ultimes. Autrement dit, le bien-être des autres parties prenantes de l'entreprise doit également servir les intérêts à long terme des actionnaires ; une exigence stricte<sup>137</sup>. Toutefois, dans certains États comme la Pennsylvanie, la loi rejette explicitement la primauté de l'actionnaire et donne plutôt au conseil d'administration la possibilité de prendre en compte tous les intérêts<sup>138</sup> et indique clairement que, lorsque ces intérêts sont en conflit, le conseil n'est pas tenu de faire passer les intérêts des actionnaires en premier<sup>139</sup>. Enfin, les États du Vermont et du Michigan ont récemment créé la *Low-profit Limited Liability Company* (ou L3C) dont le but premier n'est pas de réaliser des bénéfices, mais de poursuivre un but social<sup>140</sup>.

<sup>131</sup> American Law Institute, Principles of Corporate Governance, Section 2.01(a) (1994).

<sup>132</sup> Strine, Leo, Our Continuing Struggle with the Idea that For-Profit Corporations Seek Profit (2012). Wake Forest Law Review, Vol. 47, P. 135, 2012.

<sup>133</sup> Dodge c/ Ford Moto Co., 170, N.W., 668, 684 (Mich. 1919).

<sup>134</sup> S. Rousseau, I. Tchotourian L'intérêt social en droit des sociétés, op. cit.

<sup>135</sup> Leo E. Strine, Jr., The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law, 50 WAKE FOREST L. REV. 761, 768 (2015).

<sup>136</sup> Shareholders as stakeholders: changing metaphors of corporate governance, Ronald M. Green, 1993, op. cit.

<sup>137</sup> *Ibidem*.

<sup>138</sup> Rock, Edward B., For Whom is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose, op. cit.

<sup>139</sup> 15 Pa. Cons. Stat. Section 1715 (2016).

<sup>140</sup> D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, op. cit.

Si la primauté actionnariale aux États-Unis n'est pas une règle inscrite dans la loi, il n'en demeure pas moins qu'elle est constamment rappelée par la jurisprudence et est profondément inscrite dans la culture américaine des affaires. Elle se conçoit donc comme un standard qui permet à chacun de concevoir son rôle respectif au regard de cet objectif.

**35. Royaume-Uni.** La primauté actionnariale au Royaume-Uni est plus précise qu'aux États-Unis. En effet, depuis 2006, la section 172(1) du Companies Act « *Duty to promote the success of the Company* »<sup>141</sup> dispose qu'un administrateur d'une société doit agir de la manière qu'il considère, en toute bonne foi, comme étant la plus susceptible de promouvoir le succès de la société au profit de l'ensemble de ses membres en tenant compte notamment des conséquences de ses décisions sur le long terme et des intérêts des parties prenantes. Cette disposition a été présentée comme une consécration de l'approche de la valeur actionnariale éclairée<sup>142</sup>, l'article énumérant les facteurs que les administrateurs doivent prendre en compte pour chercher à accroître la valeur actionnariale<sup>143</sup>. Il est important donc de noter que la prise en compte de ces facteurs est un moyen de parvenir au bien-être des actionnaires<sup>144</sup>.

De même, le code de gouvernance d'entreprise exige que le conseil d'administration poursuive les intérêts de la société en mettant particulièrement l'accent sur la réussite à long terme de l'entreprise en générant de la valeur pour les actionnaires et en contribuant à la société au sens large (principe A.1)<sup>145</sup>. Dans le même ordre d'idées, le principe général 3 du Code des OPA (« The Takeover Code ») exige que le conseil d'administration d'une société visée agisse dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne refuse pas aux détenteurs de titres la possibilité de se prononcer sur les mérites de l'offre publique d'achat<sup>146</sup>. Cette disposition nous rappelle le principe général posé à l'article 3.1.a) de la directive OPA de 2004<sup>147</sup>.

Enfin, la loi britannique permet la création d'une *Community Interest Company* (ou CIC) qui doit agir dans l'intérêt d'une communauté, laquelle peut être soit la population dans son ensemble, soit un secteur ou un groupe de personnes déterminé de manière précise et objective<sup>148</sup>.

Ces dispositions ont le mérite de la clarté. En effet, à partir du moment où le législateur définit un objectif clair, il est possible ensuite d'introduire des obligations participant à un certain rééquilibrage.

<sup>141</sup> Companies Act (UK) §172(1).

<sup>142</sup> Nyombi, Chrispas and Mortimer, Tom and Lewis, Rhidian and Zouridakis, Georgios, Shareholder Primacy and Stakeholders' Interests in the Aftermath of a Takeover: A Review of Empirical Evidence, op. cit.

<sup>143</sup> Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, op. cit.

<sup>144</sup> Joan Loughrey, Andrew Keay & Luca Cerioni, Legal Practitioners, Enlightened Shareholder Value and the Shaping of Corporate Governance, 8 J. CORP. L. STUD. 79 (2008).

<sup>145</sup> THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE

<sup>146</sup> General Principle n°3 : The board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid. The Takeover Code (UK)

<sup>147</sup> Voir infra. n°166.

<sup>148</sup> D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, op. cit.

Autrement dit, la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes ne remet pas en cause l'objectif ultime, c'est au contraire l'une des modalités qui permettent d'atteindre l'objectif assigné à l'entreprise.

**36. Allemagne.** Dans le système juridique allemand, il n'y a pas d'obligation de faire passer les intérêts des actionnaires en premier<sup>149</sup>. En revanche, il y a codétermination dans les grandes entreprises (entreprises employant plus de 2 000 employés) où les employés et les actionnaires disposent d'un nombre égal de sièges au conseil de surveillance de l'entreprise<sup>150</sup>. Ces représentants doivent agir dans l'intérêt de l'entreprise<sup>151</sup>.

**37. Pays-Bas.** Le Code de gouvernance néerlandais est basé sur le fait qu'une entreprise est une alliance à long terme entre les différentes parties prenantes de l'entreprise<sup>152</sup>. Par exemple, par une décision du 13 juillet 2007 dans l'affaire ABN Amro, la Cour Suprême des Pays-Bas a considéré que dans la mise en place d'une défense anti-OPA, un conseil d'administration doit prendre en compte l'intérêt de toutes les parties prenantes<sup>153</sup>.

**38. Belgique.** En Belgique, l'équivalent de l'article 1833 du Code civil énonce que la société a pour « *but de procurer aux associés un bénéfice patrimonial direct ou indirect, à moins que [...] l'acte de société n'en dispose autrement* »<sup>154</sup>. Ainsi, le législateur belge laisse le choix aux sociétés de déterminer leur but : à défaut de clause statutaire contraire, le but de la société c'est de faire des profits. Il s'agit d'une solution louable dans le sens où le droit ne prend pas parti et donne aux sociétés le droit de « disposer d'eux-mêmes ».

**39. Japon.** Les dirigeants n'ont pas de responsabilité fiduciaire envers les actionnaires<sup>155</sup> et il est largement admis que les intérêts des parties prenantes et en particulier ceux des salariés jouent un rôle prédominant<sup>156</sup>. Néanmoins, on observe aujourd'hui que la politique du gouvernement japonais est en train d'adopter une gouvernance d'entreprise orientée vers les marchés de capitaux<sup>157</sup>.

<sup>149</sup> Charles Hansen, *Other Constituency Statutes: A Search for Perspective*, 46 *The Business Lawyer* 1355 (1991).

<sup>150</sup> Allen, Franklin and Carletti, Elena and Grinstein, Yaniv, *International Evidence on Firm Level Decisions in Response to the Crisis: Shareholders vs. Other Stakeholders* (February 1, 2018). *Journal of Japanese and International Economies*, Vol. 47, No. 1, 2018, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 545/2018.

<sup>151</sup> *Der Deutsche Corporate Governance Kodex*.

<sup>152</sup> *Dutch Corporate Governance Code*.

<sup>153</sup> D. Martin, B. Kanovitch, B.-O. Becker, RTDF n°1-2006, p. 100-101.

<sup>154</sup> Article 4:1 du Titre 1 du Livre 4 du Code des sociétés et des associations (Belgique).

<sup>155</sup> Allen, Franklin and Carletti, Elena and Grinstein, Yaniv, *International Evidence on Firm Level Decisions in Response to the Crisis: Shareholders vs. Other Stakeholders*, op. cit.

<sup>156</sup> Jackson, G. and H. Miyajima (2007). "Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan," Chapter 1 in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford: Oxford University Press.

<sup>157</sup> *Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling*, op. cit.

L'étude du droit comparé démontre que les débats théoriques ont eu leur impact sur les systèmes juridiques. Ce faisant, chaque pays a adopté sa propre orientation tout en alternant entre les deux approches en fonction des conditions macro-économiques. Si les pays où la primauté actionnariale est traditionnellement ancrée (États-Unis et Royaume-Uni notamment) suivent une tendance pro-*stakeholders*, les pays à tradition *stakeholders* (Japon) se dirigent vers un modèle actionnarial, sans pour autant que ce changement remette en cause l'objectif traditionnel. *Quid* de la France ?

## **B. En France :**

**40. Présentation.** La France est depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale favorable à une approche très pro « stakeholders » à travers notamment la notion d'intérêt social<sup>158</sup>. Cette notion plastique, à contenu variable<sup>159</sup> est la « boussole »<sup>160</sup> de toutes les décisions sociales prises en assemblée générale et par les gestionnaires. En effet, c'est une notion qui gravite autour du droit des sociétés et qui guide le comportement des acteurs sociaux, surtout pour limiter leur marge discrétionnaire ou sanctionner leurs comportements qui seraient contraires à elle.

**41. Définition.** L'intérêt social est une notion vague qui a connu un vif débat doctrinal sur sa consistance. Plus précisément, il était question de savoir s'il s'agissait de l'intérêt de la personne morale, des associés ou des deux.

D'abord, dans les années 1960, les universitaires de l'École de Rennes ont formulé l'intérêt de l'entreprise comme l'intérêt de l'entreprise elle-même, qui englobe l'intérêt des parties constituantes et prenantes<sup>161</sup>. Cette position a été soutenue par la fameuse jurisprudence Fruehauf de la Cour d'appel de Paris de 1965<sup>162</sup> et par les Professeurs Despax et Paillusseau qui précisent que l'intérêt social ne serait rien d'autre que l'intérêt de l'entreprise<sup>163</sup>.

Ensuite, d'autres (surtout le Professeur Schmidt)<sup>164</sup>, en se basant sur la thèse contractuelle de la société, ont considéré que l'intérêt social est l'intérêt des parties constituantes, c'est-à-dire des associés, car la société n'est constituée que pour satisfaire cet intérêt, son objet étant est la réalisation des bénéfices au

<sup>158</sup> Conférence Gouvernance d'entreprise 1, Droit & Croissance, 16 janvier 2021, disponible : <https://droitetcroissance.fr/2021/01/conferences-pedagogiques-dc/>.

<sup>159</sup> D. Martin, D. Poracchia, *Regard sur l'intérêt social*, op. cit.

<sup>160</sup> M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *Droit des sociétés*, 33<sup>e</sup> éd., Lexis Nexis, 2020, spéc. p. 265, n°633.

<sup>161</sup> A. Couret, *L'état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966*, BJS juill. 2016, n° 115e9, p. 433. 32.

<sup>162</sup> Paris, 22 mai 1965, JCP 1965. II, n° 14274 bis, concl. Nepveu ; D. 1968. 147, note R. Contin.

<sup>163</sup> S. Rousseau, I. Tchotourian *L'intérêt social en droit des sociétés*, op. cit.

<sup>164</sup> D. Schmidt, *De l'intérêt social*, RD banc. fin. 1995, n° 50, p. 130.

sens de l'article 1832 du Code civil. Dans ce sens, le Professeur Rontchevsky<sup>165</sup> a considéré que dans le cadre de l'appréciation de la conformité des mesures anti-OPA à l'intérêt social, celui-ci devrait être considéré comme étant l'intérêt des actionnaires<sup>166</sup>.

Enfin, le Professeur Bertrel défend la théorie du « juste milieu » qui analyse l'intérêt social comme une notion qui, en fonction des circonstances, privilégie les contraintes à court terme ou les contraintes à long terme<sup>167</sup>. D'autres voient dans l'intérêt social une notion protéiforme à contenu variable qui peut se limiter aux intérêts des seuls associés ou avoir une dimension plus large qui représente l'intérêt de l'entreprise elle-même, en fonction des circonstances<sup>168</sup>.

Aujourd'hui, et surtout après la loi Pacte, il semblerait que la première approche a remporté le débat. En effet, il est largement admis depuis le rapport Viénot<sup>169</sup> que l'intérêt social est l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de « *l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers, 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* »<sup>170</sup>. Au regard de cette définition large, l'intérêt social apparaît donc comme un outil d'intégration des paradigmes de gouvernance d'entreprise, notamment la *stakeholder theory*<sup>171</sup>. En un mot, l'intérêt social est l'intérêt à long terme de l'entreprise qui serait aligné avec ceux de ses parties prenantes.

Au regard de cette vision large de la notion d'intérêt social, il convient de la distinguer de la notion d'intérêt commun des associés qui est l'un des fondements du contrat de société. En effet, si l'intérêt social ne se limite désormais plus au seul intérêt de ses parties constituantes, en quoi l'intérêt social diffère-t-il de l'intérêt commun des associés ? Selon le Professeur Dominique Schmidt « *Intérêt social et intérêt commun ont chacun leur domaine. L'intérêt social, concept à contenu variable, indique ce qui est bon pour la société. Au contraire, l'intérêt commun, concept à contenu strict, implique que chaque associé participe à l'enrichissement social en proportion de ses droits individuels. L'intérêt social concerne les relations entre associés. L'intérêt commun commande que toute décision sociale comportant des effets sur le patrimoine des associés alloue à chacun son dû* »<sup>172</sup>. Autrement dit,

<sup>165</sup> N. Rontchevsky, L'utilisation de la notion de l'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> juill. 2010, no. 4, 355 §29.

<sup>166</sup> Voir infra n°132 et s.

<sup>167</sup> J.-P. Bertrel, La position de la doctrine sur l'intérêt social, Dr. et patr. avr. 1997, p. 42, spéc. p. 46.

<sup>168</sup> S. Rousseau, I. Tchotourian L'intérêt social en droit des sociétés, op. cit.

<sup>169</sup> Rapport Viénot I, *Le Conseil d'administration des sociétés cotées*, CNPF-Afep, 1995.

<sup>170</sup> M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, Droit des sociétés, 33<sup>e</sup> éd., Lexis Nexis, 2020, spéc. p. 265, n°634.

<sup>171</sup> F. G. Trébulle, Stakeholder theory et droit des sociétés (première partie), Bull. Joly 2006, n° 12, p. 1337; F. G. Trébulle, Stakeholder theory et droit des sociétés (deuxième partie), Bull. Joly 2007, n° 1, p. 7.

<sup>172</sup> D. Schmidt, Revue de droit bancaire 1994, p. 205.

l'intérêt social est l'intérêt de la société elle-même ; c'est une notion factuelle<sup>173</sup> qui exprime pour une société donnée à un moment donné ce qui est favorable ou contraire à son fonctionnement et à sa continuité. En revanche, l'intérêt commun est une notion juridique<sup>174</sup> qui s'applique si l'action ou la décision et ses effets ne profitent qu'à certains associés au détriment des autres, ou ne portent préjudice qu'à certains associés en épargnant les autres<sup>175</sup>.

**42. Conclusion.** Les modèles de gouvernance d'entreprise, oscillant entre un objectif unique ciblé vers la primauté des actionnaires ou un objectif multiple orienté vers toutes les parties prenantes, sont dynamiques et dépendent fortement du contexte macro-économique du système juridique concerné.

Les pays ayant une tradition actionnariale s'éloignent peu à peu de cet objectif et vice-versa. Néanmoins, cet éloignement ne remet pas en cause l'objectif général que les systèmes juridiques connaissent, mais consiste le plus souvent en des rééquilibrages répondant aux enjeux du moment. Les rééquilibrages qui interviennent dans le cadre d'un système qui prône un objectif ultime sont efficaces car en réalité ces configurations permettent d'atteindre un objectif fixe. En revanche, les systèmes juridiques qui ne définissent pas un objectif ultime font état d'ambiguïté et d'insécurité juridique.

La France s'intègre dans ce dernier modèle. Si le droit français a lui aussi connu des cycles de gouvernance d'entreprise, la notion d'intérêt social est toujours restée fidèle aux *stakeholders*. En effet, l'intérêt social compris comme étant l'intérêt de l'entreprise englobant ses parties constituantes et prenantes est une notion inefficace et ambiguë. Le danger de cette ambiguïté est accru en période d'OPA alors que celles-ci devraient répondre à une logique de marché hostile à tout espace discrétionnaire. Les marchés efficients sont de véritables facteurs de développement pour les entreprises et pour l'économie en général, d'où l'importance du marché des OPA comme facteur de croissance.

---

<sup>173</sup> D. Schmidt, Intérêt commun des associés et intérêt social : indépendance ou subordination ? Recueil Dalloz 2020 p.2273

<sup>174</sup> *Ibidem*.

<sup>175</sup> Voir par exemple : Ch. Com. arrêt du 18 juin 2002 n° 99-11.999 RTD com. 2002. 496, obs. J.-P. Chazal et Y. Reinhard.

## **SECTION 2 : L'IMPORTANCE DU MARCHÉ DES OPA COMME FACTEUR DE CROISSANCE**

L'OPA est un instrument de réorganisation des sociétés cotées qui a connu une profonde évolution marquée par l'accroissement du volume des opérations, la part croissante du numéraire dans la structuration des offres, la forte progression des offres non sollicitées et par l'émergence des fonds LBO<sup>176</sup>. L'OPA répondant à un impératif de mobilité stratégique des entreprises, elle est favorisée par un environnement macro-économique stable. À l'inverse, l'accroissement du pouvoir politique ou social est de nature à limiter l'OPA dans la réalisation de son effet utile.

La production de cet effet utile a commandé la philosophie de la directive OPA de 2004 qui a un esprit profondément libéral<sup>177</sup> puisque l'objectif final des auteurs de la directive était la suppression « *de tous obstacles aux OPA transfrontalières dans l'Union européenne [...] et l'élimination progressive de tous les moyens de défense* »<sup>178</sup>. Ainsi, l'encadrement juridique des OPA nécessite l'élimination des risques inhérents au procédé, afin de lui permettre de développer pleinement son effet utile<sup>179</sup>.

L'OPA, ultime instrument de réorganisation des sociétés cotées, s'est imposée comme un outil indispensable au développement des entreprises cotées et des marchés financiers. En effet, la littérature économique attribue aux OPA plusieurs vertus (I), dans le sens où les offres sont extrêmement importantes pour l'attractivité d'une place financière donnée. Ces vertus sont conditionnées par l'existence de plusieurs facteurs déterminants dans l'efficacité du marché des OPA (II).

### **I. Les vertus du marché des OPA :**

Plusieurs vertus sont attribuées à l'OPA pour justifier la mise en place d'un cadre juridique qui lui est favorable. Ainsi, les choix légaux retenus par un système juridique par rapport aux OPA auront une incidence certaine sur la compétitivité de son économie. L'opportunité de ce choix doit s'apprécier au regard du rôle des OPA dans l'économie (A) et de leur rôle en tant que mécanisme disciplinaire du comportement des dirigeants (B).

#### **A. Le rôle des OPA dans l'économie :**

<sup>176</sup> S. Tadjbaksh & P. Hudry Le marché et les offres publiques, *in* Les offres publiques d'achat.

<sup>177</sup> A. Pietrancosta & A. Maréchal, Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité », *op. cit.*

<sup>178</sup> Extrait de l'avis du CESE du 14 mai 2003.

<sup>179</sup> A. Pietrancosta et J.-F. Prat, Offres publiques et droit des sociétés, *in* Les offres publiques d'achat.

Ce rôle s'observe de deux manières : d'abord, par la création de richesses en facilitant le rapprochement des entreprises (1), ensuite par l'amélioration de la liquidité des marchés financiers (2).

### 1. L'OPA comme moyen de création de richesses :

**43. L'intérêt des OPA.** Les offres publiques d'acquisition constituent l'un des moyens légitimes de prise de contrôle d'une société et servent un objectif d'efficacité. En effet, les prises de contrôle s'expliquent par les synergies lorsque les actifs de la société cible ont une valeur unique pour l'acquéreur<sup>180</sup>. La combinaison des deux actifs de l'initiateur et de la cible est de nature à créer de la valeur, notamment grâce à des économies d'échelles ou de gamme<sup>181</sup>, de l'intégration verticale ou de l'adoption d'une technologie de production ou d'organisation plus efficace<sup>182</sup>. Les prises de contrôle se présentent ainsi comme un mécanisme « coasien »<sup>183</sup> réunissant ce qui va ensemble<sup>184</sup>. Les intérêts sont donc multiples : l'acquisition peut permettre l'obtention d'une technologie particulière ; l'amélioration de la chaîne de production et de distribution ; l'augmentation des parts de marché ; l'amélioration de la qualité des ressources humaines, l'entrée dans de nouveaux marchés<sup>185</sup>, etc.

**44. Effets de l'OPA sur la valeur des actions.** Par ailleurs, les études empiriques montrent que les entreprises cibles des OPA réussies obtiennent des rendements anormaux significativement positifs à l'annonce des offres et jusqu'à leur réalisation. En revanche, elles subissent de légères variations anormales négatives du cours des actions lors de l'échec des OPA. Pour l'initiateur, les données montrent que les soumissionnaires qui réussissent les offres publiques d'achat réalisent des rendements anormaux positifs statistiquement significatifs mais faibles, alors que si l'OPA échoue, ils subissent des variations anormales négatives du cours de leurs actions<sup>186</sup>. L'exemple le plus récent qui confirme ces preuves empiriques est celui de Veolia / Suez : le cours de bourse de l'initiateur (Veolia) est passé de 22,57 euros à 24,75 euros (soit une augmentation de 9,66% en un jour de Bourse) à l'annonce de l'accord de principe le 12 avril 2021. Pour la cible (Suez), pour la même période, le cours de bourse est passé de 18,44 euros à 19,86 euros soit une augmentation de 7,7% en un jour de Bourse.

<sup>180</sup> Roberta Romano, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation (1992) 9 Yale Journal of Regulation 119, 125-129.

<sup>181</sup> Davies, Paul L. and Schuster, Edmund-Philipp and van de Walle de Ghelcke, Emilie, The Takeover Directive as a Protectionist Tool? (February 17, 2010). ECGI - Law Working Paper No. 141/2010.

<sup>182</sup> Ruback, Richard S. and Jensen, Michael C., The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 5-50, 1983.

<sup>183</sup> Relative au théorème de Coase.

<sup>184</sup> Davies, Paul L. and Schuster, Edmund-Philipp and van de Walle de Ghelcke, Emilie, The Takeover Directive as a Protectionist Tool?, op.cit.

<sup>185</sup> S. Fu, L. Soulier, 2017, OPA hostile : les différents moyens de défense, Mémoire de recherche HEC.

<sup>186</sup> Ruback, Richard S. and Jensen, Michael C., The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, op. cit.

**45. Tempéraments.** En revanche, la destruction de valeur pour les actionnaires de l'initiateur est possible, surtout dans le cadre d'une OPH où le risque d'échec de l'opération est beaucoup plus important, ce qui augmentera également le risque de réputation<sup>187</sup>. Ainsi, il peut arriver que par crainte des conséquences en matière de réputation par l'échec de l'OPH, l'initiateur survalorise la cible et offre un prix excessif par rapport à la vraie valeur de la cible<sup>188</sup>. C'est dans ce sens que le Vice-Président de JPMorgan Chase & Co a déclaré que les banques d'affaires préfèrent accompagner les entreprises dans des opérations de rapprochement pacifiques<sup>189</sup>. De plus, si la recherche des synergies constitue le principal motif des OPA, il arrive fréquemment que les avantages recherchés ne soient pas obtenus. Cela peut être dû à des prévisions de synergie trop optimistes de la part de la direction de l'initiateur dont la décision est influencée par un biais d'optimisme sur la réussite de l'opération et sur ses gains<sup>190</sup>. Par ailleurs, il a été avancé que l'acquisition peut être faite pour des raisons totalement différentes des synergies, tel que l'orgueil démesuré de la direction (volonté de construire un empire)<sup>191</sup> ou d'autres problèmes d'agence tels que le désir de la direction de l'initiateur de stimuler la croissance de l'entreprise plutôt que sa valeur, car leurs avantages privés ont tendance à augmenter avec la taille de l'entreprise<sup>192</sup>. Néanmoins, si ces risques existent, les études empiriques ont démontré que les synergies demeurent les principaux motifs des OPA<sup>193</sup>. Enfin, les OPA, surtout hostiles, peuvent mener à des destructions de valeur et à une désorganisation des entreprises concernées. Néanmoins, ce n'est pas l'OPA qui est en soi préjudiciable, mais la manière dont les dirigeants concernés mènent à sa réalisation<sup>194</sup>. Autrement dit, la destruction de valeur serait imputable non pas au mécanisme de l'OPA, mais à des problèmes de gouvernance et de management<sup>195</sup>.

En définitive, les travaux universitaires empiriques considèrent qu'il est impossible d'avoir un jugement définitif, qu'il soit positif ou négatif, sur les conséquences des OPA en termes de création de valeur, même si en théorie, elles devraient plutôt conduire à des créations de richesse<sup>196</sup>. En revanche, ces travaux considèrent que les OPA participent à la liquidité des marchés financiers.

## **2. L'OPA comme moyen d'amélioration de la liquidité des marchés financiers :**

<sup>187</sup> S. Fu, L. Soulier, 2017, OPA hostile : les différents moyens de défense, Mémoire de recherche HEC.

<sup>188</sup> B. Burrough, J. Heylar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*, HarperCollins, 2003, p. 531.

<sup>189</sup> S. Fu, L. Soulier, 2017, OPA hostile : les différents moyens de défense, Mémoire de recherche HEC, Propos recueillis le 27 février 2017 auprès d'Augustin d'Angerville, Vice Président chez JPMorgan Chase & Co.

<sup>190</sup> Goergen, Marc and Renneboog, Luc, *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids* (January 2003).

<sup>191</sup> Easterbrook and Fischel - *Corporate Control Transactions* (1982) 91 *Yale Law Journal* 698, 707.

<sup>192</sup> Goergen, Marc and Renneboog, Luc, *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*, op. cit.

<sup>193</sup> Gupta, A., R. LeCompte, and L. Misra, 1997, *Acquisitions of solvent thrifts: Wealth effects and managerial motivations*. *Journal of Banking and Finance* 21, 1431-1450.

<sup>194</sup> Ruback, Richard S. and Jensen, Michael C., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, op. cit.

<sup>195</sup> C. Deniaud, S. Vermeille, *Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires?*, RTDF n°4- 2013 / n°1-2014, p. 116, spéc. p. 132.

<sup>196</sup> *Ibidem*.

**46. L'OPA et la sortie des actionnaires historiques.** Lorsqu'une OPA est annoncée, le marché devient très dynamique : les actionnaires historiques liquident leur position et les fonds d'arbitrage (généralement) acquièrent leurs titres. Vu que la demande augmente sur les titres de la cible, le prix de l'action va également augmenter et stagner juste en dessous du prix offert par l'initiateur. Ainsi, l'OPA participe à la liquidité du marché en permettant aux actionnaires historiques de vendre leurs actions à un prix favorable puisque l'annonce de l'offre aura un effet positif sur le cours de bourse. Pour Suez par exemple, l'effet de l'annonce a eu un impact positif de plus de 35% entre l'annonce de l'offre le 30 août 2020 jusqu'à l'accord de principe le 12 avril 2021. Jamais sur les cinq dernières années, le cours de bourse de Suez a connu une telle augmentation dans le même laps de temps. Par ailleurs, le prix favorable s'observe non seulement par l'effet de l'annonce de l'offre, mais également par la prime offerte par l'initiateur, celui-ci offrant un prix supérieur au cours de bourse des actions des titres de la cible. Ce double avantage pécuniaire permet aux actionnaires de liquider leurs titres et de réaliser leur investissement à des conditions favorables.

**47. L'importance de la liquidité.** La liquidité des marchés financiers est importante pour les actionnaires et pour les entreprises. Si les actionnaires ont la possibilité de céder plus aisément leurs titres, et à un meilleur prix, ils se satisfont d'une rentabilité du capital plus faible, sous forme de dividendes par exemple<sup>197</sup>. Le coût du capital pour les entreprises sera alors plus faible et elles pourront ainsi se financer sur les marchés financiers plus facilement<sup>198</sup>. Enfin, la liquidité des actions améliore la valeur de l'entreprise<sup>199</sup>. Par conséquent, toute entrave à la liquidité du marché (incertitude quant à l'issue de l'offre, des défenses anti-OPA absolues, etc.) serait préjudiciable aux actionnaires, aux entreprises et au marché en général.

En conclusion, l'OPA est indispensable au bon fonctionnement des marchés financiers et à l'économie en général puisqu'elle permet l'optimisation de l'utilisation des ressources des entreprises, assure une liquidité des marchés financiers et permet une allocation plus efficace du capital. Dans cette perspective, elle a un rôle important dans la création de richesse pour les entreprises cotées, les actionnaires, mais également l'économie dans son ensemble. Néanmoins, elle peut être, dans certaines circonstances, destructrice de valeur pour l'initiateur et les parties prenantes de la société cible. Cette destruction de valeur (comme sa création), n'étant pas prouvée à 100% par les études universitaires, elle dépend fortement non pas du mécanisme de l'OPA en lui-même, mais de la qualité du management

---

<sup>197</sup> *Ibidem*.

<sup>198</sup> V. not. A. Minguet, *La Microstructure des marchés actions – une approche empirique*, Paris, Economica, 2003, 336 p., v. spéc. pp. 35-39.

<sup>199</sup> Vivian W. Fang, Thomas H. Noe and Sheri Tice (2009), "Stock market liquidity and firm value", *Journal of Financial Economics* 94: 150–69.

de la société initiatrice de l'offre et de la société cible ainsi que des motivations présidant au lancement de l'opération<sup>200</sup>. En plus d'être potentiellement un moyen de création de richesse, l'OPA est conçue par la doctrine économique comme moyen efficace de discipline des dirigeants.

## **B. Le rôle des OPA dans la discipline des dirigeants :**

**48. La théorie de l'agence.** Dans le cadre de la théorie de l'agence, les dirigeants sont les agents des actionnaires, et comme les deux parties sont intéressées, il existe de sérieux conflits entre elles sur le choix de la meilleure stratégie d'entreprise. Les coûts d'agence sont les coûts totaux qui surviennent dans de tels arrangements. Ils comprennent les coûts de surveillance et de contrôle du comportement des dirigeants et les pertes d'efficacité qui sont encourues parce que les conflits d'intérêts ne peuvent jamais être résolus parfaitement<sup>201</sup>. Lorsque ces coûts sont importants, le marché du contrôle de l'entreprise est apparu comme l'outil disciplinaire ultime du marché qui permet de réduire les coûts d'agence<sup>202</sup>. En effet, si les marchés produits, du travail et des capitaux ont un rôle dans la limitation des coûts d'agence, le marché le plus important qui permet d'assumer ce rôle est sans doute celui du contrôle de l'entreprise<sup>203</sup>.

**49. Mécanisme.** Plus précisément, si les marchés des actions sont efficaces, la valeur d'une action reflète le degré de détournement de la richesse des actionnaires par la direction. Cela crée une opportunité de créer de la valeur par le biais d'une OPA. Si une société gérée de manière inefficace peut être rachetée, la quantité de richesse actionnariale actuellement détournée au profit de la direction peut être réaffectée entre les actionnaires et l'initiateur<sup>204</sup>. Tout le monde y gagne, sauf les dirigeants en place.<sup>205</sup> Ainsi, une menace crédible de prise de contrôle hostile devrait être perçue comme telle par les dirigeants rationnels de l'entreprise et les inciter à gérer efficacement la société et détourner moins de richesses des actionnaires afin d'éviter l'arrivée d'une OPA<sup>206</sup>.

<sup>200</sup> C. Deniaud, S. Vermeille, Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires? op. cit.

<sup>201</sup> Jensen, Michael C., Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1988, Vol. 2, No. 1, pp. 21-48.

<sup>202</sup> Hill, Jennifer G., Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance (November 7, 2010). Sydney Law School Research Paper No. 10/120.

<sup>203</sup> Henry G. Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 *J. POL. ECON.* 110, 112 (1965).

<sup>204</sup> Cain, Matthew D. and Griffith, Sean J. and Jackson, Jr., Robert J. and Davidoff Solomon, Steven, Does Revlon Matter? An Empirical and Theoretical Study (December 31, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 466/2019.

<sup>205</sup> Ronald J. Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 *STAN. L. REV.* 819, 842 (1981).

<sup>206</sup> Ponsard, J. P., Plihon, D., & Zarlowski, P. (2005). Towards a convergence of the shareholder and stakeholder models. *Corporate Ownership & Control*, 2(3), 11-18.

Dans ce schéma, le mécanisme d'OPA est un moyen indirect pour les actionnaires de renégocier leur relation avec la direction. La valeur disciplinaire des prises de contrôle découle de l'effet d'une telle renégociation sur le comportement des dirigeants : ceux-ci seront plus réticents à prendre des mesures intéressées qui réduisent la valeur de l'entreprise et augmentent la probabilité d'une prise de contrôle<sup>207</sup>. En définitive, le risque d'OPA constituerait une pression permanente sur les dirigeants sommés de se comporter de manière vertueuse tout au long de la vie de la société, sous peine que cette dernière fasse l'objet d'une OPA qui conduirait à leur départ<sup>208</sup>. Ce pouvoir disciplinaire joue également sur les dirigeants de la société initiatrice. En effet, il est prouvé que les dirigeants qui procèdent à des acquisitions réduisant la valeur de l'entreprise ont plus de chances d'être remplacés que ceux qui procèdent à des acquisitions augmentant la valeur. Les mauvais enchérisseurs risquent donc d'être évincés de la société<sup>209</sup>.

**50. Tempéraments.** Néanmoins, il est nécessaire de relativiser la portée du pouvoir du marché du contrôle dans la discipline du comportement des dirigeants : (i) le risque d'OPA ne peut servir de mécanisme de discipline du comportement des dirigeants que dans l'hypothèse où la société concernée a une structure de capital dispersée<sup>210</sup>. Dans des pays à forte concentration actionnariale (comme la France), les actionnaires dominants s'engagent dans une surveillance interne des actions de la direction. Néanmoins, il a été considéré que ni les systèmes de contrôle interne ni les systèmes de contrôle externe n'ont été suffisamment efficaces pour empêcher les dirigeants de favoriser leurs intérêts personnels<sup>211</sup>. Pour le cas de la France, certains ont expliqué cette inefficacité par les interconnexions étroites entre les pouvoirs politiques et managériaux (notamment à cause du système éducatif français pour les élites corporatives et politiques et le poids historique de l'État français en tant qu'actionnaire principal)<sup>212</sup> ; (ii) la présence d'actionnaires activistes au sein des sociétés (notamment celles du CAC40) peut servir d'instrument efficace à la discipline des dirigeants. L'exemple récent le plus marquant est celui de l'éviction d'Emmanuel Faber suite à une campagne activiste des actionnaires de Danone insatisfaits du rendement financier de la société ; (iii) la menace d'une OPA peut encourager les dirigeants de la société cible à adopter des stratégies court-termistes pour augmenter artificiellement le cours de l'action de la potentielle cible afin de dissuader les OPA.<sup>213</sup>

<sup>207</sup> David Scharfstein, The disciplinary role of takeovers –, 1988 *The Review of Economic Studies* Vol. 55, No. 2 (Apr., 1988), pp. 185-199 (15 pages).

<sup>208</sup> C. Deniaud, S. Vermeille, *Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ?* op. cit.

<sup>209</sup> Betton, Sandra and Eckbo, B. Espen and Thorburn, Karin S., *Corporate Takeovers. HANDBOOK OF CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE*, Vol. 2, Chapter 15, pp. 291-430, B. E., Eckbo, ed., Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series, 2008, Tuck School of Business Working Paper No. 2008-47.

<sup>210</sup> C. Deniaud, S. Vermeille, *Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ?* op. cit.

<sup>211</sup> Ponsard, J. P., Plihon, D., & Zarlowski, P., *Towards a convergence of the shareholder and stakeholder models*, op. cit.

<sup>212</sup> Bourdieu, P. and Saint-Martin (de), M., (1978), *Le patronat*, Actes de la Recherche en Sciences Sociales, 20-21, 3-82.

<sup>213</sup> J. C. Stein, *Takeover Threats and Managerial Myopia*, *Journal of Political Economy*, vol. 96, n°1, 1988, pp. 61-80.

Par conséquent, si l'OPA constitue un *stimulus* pour les directions installées des sociétés qui se doivent de bien gérer les fonds propres qui leur ont été confiés au risque qu'un projet plus rentable porté par un tiers séduise les actionnaires<sup>214</sup>, il n'en demeure pas moins que ce pouvoir disciplinaire est relatif dans les sociétés à forte concentration actionnariale telles que les sociétés françaises. Ainsi, le rôle du marché de contrôle des entreprises ne peut se substituer à un cadre juridique strict qui limite les couts d'agence, notamment en période d'OPA.

L'OPA est conçue pour être un mécanisme de marché créateur de richesses et qui permet en outre de discipliner les dirigeants. Néanmoins, elle ne peut remplir correctement son rôle qu'avec l'existence de plusieurs facteurs qui participent à l'efficacité du marché des OPA.

## **II. Les facteurs déterminant l'efficacité du marché des OPA :**

La transparence de l'information et les situations de concurrence satisfaisantes sont des facteurs essentiels pour l'efficacité du marché de contrôle des entreprises cotées. Par ailleurs, les OPA ne peuvent être considérées comme un facteur de croissance que si les défenses anti-OPA sont strictement encadrées. En effet, l'efficacité du marché dépend fortement de la place que ces défenses occupent au sein du système juridique. (A). Par ailleurs, l'efficacité du marché des OPA dépend fortement du rôle joué par les fonds d'arbitrage (B).

### **A. La place des défenses anti-OPA dans l'efficacité du marché des OPA :**

**51. *L'enracinement par les défenses.*** Les phénomènes d'aléa moral, c'est-à-dire la maximisation de l'intérêt individuel sans prise en compte des conséquences défavorables de la décision sur l'intérêt collective, engendrent des comportements opportunistes de la part des dirigeants. Parmi ceux-ci existent les stratégies d'enracinement, c'est-à-dire des stratégies permettant aux dirigeants de maintenir leur place dans l'organisation sociale en se rendant difficilement éjectables. Les défenses anti-OPA se présentent comme l'une des stratégies d'enracinement. Ainsi, une gouvernance d'entreprise efficace est marquée par des moyens de contestation du pouvoir. Autrement dit, les défenses anti-OPA ne doivent pas rendre le pouvoir des dirigeants incontestables.

---

<sup>214</sup> J.-M Moulin, La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la Directive OPA du 21 avril 2004, JCP E2006, 1651.

**52. L'actionnaire et les défenses.** Les preuves empiriques démontrent que les actionnaires réalisent des gains suite à une OPA réussie, alors que les dirigeants subissent souvent des pertes, notamment par leur éviction. Raisonnablement, les dirigeants seront donc incités à prendre des mesures qui réduisent la probabilité d'une prise de contrôle et, par conséquent, à en tirer profit au détriment des actionnaires<sup>215</sup>. À cet égard, les mesures de défense anti-OPA portent indirectement atteinte à la liberté d'un actionnaire d'apporter ou non ses titres à une offre faite par un tiers. L'OPA constitue pour les actionnaires une méthode de valorisation de la société et, partant, de leur propre participation. Dans cette perspective, si la direction se sert des moyens dont elle dispose pour faire échouer l'offre au détriment des actionnaires, cela constitue un danger qui menace le bon déroulement et le succès de toute offre publique d'acquisition<sup>216</sup>. C'est ainsi que l'article 3, c de la Directive OPA de 2004 pose un principe selon lequel les dirigeants ne peuvent refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre. Il importe donc de ce point de vue de neutraliser les agissements des gestionnaires de la cible qui pourraient entraver le bon déroulement de l'offre au point de la faire échouer. Mais est-ce que cela veut dire que les dirigeants de la cible ne peuvent pas prendre des mesures efficaces ? La différence entre l'efficacité et l'absoluité des défenses anti-OPA est un point crucial dans notre raisonnement et sera traité en détail dans une autre section<sup>217</sup>.

**53. Les défenses dans la théorie économique.** L'un des arguments évoqués en faveur des défenses anti-OPA est qu'elles permettent à une cible d'éviter les acquisitions inefficaces qui sous-valorisent l'entreprise. Or, selon les Professeurs Schwartz et Gilson, les défenses anti-OPA ne sont pas nécessaires pour atteindre l'efficience boursière et sont inefficaces du point de vue de l'échange parce qu'elles permettent aux cibles d'acquérir une grande partie du surplus attendu d'une acquisition et réduisent donc les rendements des acquéreurs qui trouvent et achètent de bonnes cibles<sup>218</sup>. Ainsi, selon une étude empirique réalisée par les deux auteurs, les défenses anti-OPA contribuent fortement à l'inefficacité du marché, qui est lui-même inefficace par nature. De plus, le marché dans lequel les tactiques défensives sont fortes réalise 15 % d'acquisitions en moins que lorsqu'elles sont faibles. La perte d'efficacité qui résulte du marché simulé par les auteurs serait très importante et coûterait plusieurs milliards par an<sup>219</sup>. Partant, les systèmes juridiques qui permettent des défenses anti-OPA élevées sont inefficaces tant sur le plan privé que sur le plan social. La situation dans laquelle les restrictions aux OPA sont élevées est de nature à tronquer la distribution des OPA qui se produiraient réellement, ce qui réduirait le rendement des actionnaires des entreprises qui ne deviennent pas des

<sup>215</sup> Ruback, Richard S. and Jensen, Michael C., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, op. cit.

<sup>216</sup> J.-M Moulin, La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la Directive OPA du 21 avril 2004, JCP E2006, 1651, op. cit.

<sup>217</sup> Voir infra n°187 et s.

<sup>218</sup> Gilson, Ronald J. and Schwartz, Alan, *An Efficiency Analysis of Defensive Tactics* (February 12, 2020). Harvard Business Law Review, Vol. 11, No. 1, 2020, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 548, Columbia Law and Economics Working Paper No. 623, Yale Law School, Public Law Research Paper Forthcoming.

<sup>219</sup> *Ibidem*

cibles<sup>220</sup>. En effet, en rendant les défenses anti-OPA plus élevées, la probabilité pour les sociétés de devenir des cibles sera réduite, ce qui réduira parallèlement la richesse des actionnaires puisqu'ils seront privés de l'opportunité de vendre leurs actions avec une prime intéressante. De même, il existe des défenses anti-OPA qui nuisent directement aux actionnaires (celles qui mènent à une dilution au capital comme les bons de souscription d'actions) et à la société (celles qui détruisent la valeur pour la société cible, par exemple par la vente d'actifs stratégiques).

Néanmoins, ces effets non satisfaisants des défenses anti-OPA doivent être nuancés. En effet, les défenses adoptées par les dirigeants peuvent permettre l'obtention d'un prix plus élevé de la part de l'initiateur. Dans cette perspective, si les défenses anti-OPA augmentent le pouvoir de négociation des gestionnaires de la cible pour obtenir un prix d'offre plus élevé, elles pourraient profiter aux actionnaires. En effet, les dirigeants de la cible ont un pouvoir de blocage et une situation d'information optimale qui permet de négocier les termes de l'offre par l'adoption de mesures anti-OPA, alors que les actionnaires, étant dispersés, non organisés et mal informés, pourraient accepter une offre qui ne reflète pas la valeur réelle de leurs actions<sup>221</sup>. C'est dans ce sens que plusieurs études soutiennent l'hypothèse selon laquelle les dispositions anti-OPA ne réduisent pas la richesse des actionnaires<sup>222</sup>. Ces propos doivent être relativisés dans la mesure où les défenses qui mènent à l'augmentation des prix de l'offre peuvent mener à une réduction de la probabilité de recevoir une offre<sup>223</sup>, ce qui est également préjudiciable pour l'efficacité du marché des OPA.

**54. Conclusion.** Si un standard élevé de défenses anti-OPA est nuisible au marché, aux actionnaires et aux sociétés concernées, il importe ainsi de considérer que les défenses anti-OPA doivent être fortement encadrées dans le but de les rendre un facteur d'efficacité du marché du contrôle des entreprises et non pas un facteur d'entrave à celui-ci. Un équilibre doit être trouvé entre les effets des défenses, c'est-à-dire entre l'augmentation du prix de l'offre et la probabilité de recevoir une offre. Les fonds d'arbitrage participent pleinement à cet équilibre et donc à l'efficacité du marché des OPA.

## **B. La place de l'activité d'arbitrage dans l'efficacité du marché des OPA :**

**55. Définition.** L'activité d'arbitrage de fusion (ou arbitrage de risque, « merger arbitrage ») est une stratégie d'investissement spécialisée qui tente de tirer profit de l'écart d'arbitrage, c'est-à-dire la différence entre le prix de l'offre et le prix du marché après l'annonce d'une offre de rachat. En effet,

<sup>220</sup> Ruback, Richard S. and Jensen, Michael C., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, op. cit.

<sup>221</sup> Gilson, Ronald J. and Schwartz, Alan, *An Efficiency Analysis of Defensive Tactics*, op. cit.

<sup>222</sup> Linn, Scott C. and John J. McConnell. 1983. "An Empirical Investigation of the Impact of 'Antitakeover' Amendments on Common Stock Prices." *Journal of Financial Economics* 11: pp 361-99.

<sup>223</sup> Gilson, Ronald J. and Schwartz, Alan, *An Efficiency Analysis of Defensive Tactics*, op. cit.

après l'annonce d'une OPA, le cours de l'action de la cible s'ajuste à la hausse, mais se négocie encore généralement à un prix inférieur au prix de l'offre. Il s'agit donc d'un pari sur la probabilité que la transaction proposée soit conclue : si l'offre aboutit, le fonds d'arbitrage capture l'écart de prix, mais si elle n'aboutit pas et que l'action de la cible retombe aux niveaux antérieurs à l'offre, la position d'arbitrage est clôturée à perte<sup>224</sup>.

**56. Le rôle des arbitragistes.** L'activité d'arbitrage joue un rôle important car elle rend les marchés plus efficaces, et ce de plusieurs manières :

- Par leurs actions, les fonds d'arbitrage augmentent le prix sur le marché bon marché et réduisent le prix sur le marché plus cher. En temps voulu, les prix sur les deux marchés reviendront à l'équilibre. En fin de compte, cela profite à tous les autres participants au marché, qui savent que les prix ne s'écarteront jamais de manière significative de leur juste valeur<sup>225</sup>. Ainsi, la limitation de l'activité d'arbitrage laisserait deux options aux participants du marché : soit accepter le prix pratiqué sur leur marché et risquer de payer trop cher, ou faire des recherches pour trouver la vraie valeur du titre. Dans les deux cas, cela engendre des coûts car les acteurs du marché risquent de surpayer les titres ou d'engager des coûts d'information liés à la découverte du prix. Les deux résultats ne sont pas optimaux et rendent les marchés moins efficaces<sup>226</sup>. Ainsi, le cours auquel se stabilise l'action de la cible après l'annonce traduit implicitement le jugement des fonds d'arbitrage, qui garantissent la liquidité du titre à ces niveaux et font office de « *price-setters* » pour l'ensemble du marché<sup>227</sup>.
- Les fonds d'arbitrage aident à évaluer les offres alternatives, fournissent des services d'informations de prise de risque aux investisseurs qui ne veulent pas de l'incertitude associée au résultat de l'OPA et aident à résoudre les problèmes de dispersion des actionnaires minoritaires qui ne peuvent pas s'organiser pour négocier directement avec les initiateurs concurrents pour la cible<sup>228</sup>. Ce biais d'information peut s'expliquer par la capacité des fonds d'arbitrage à analyser correctement les situations, alors que les fonds communs de placement ne disposent généralement pas de cette expertise. Les fonds communs de placement ne prennent donc pas le risque de quantifier le risque d'échec ou d'estimer les pertes potentielles et ont tendance à vendre leur

<sup>224</sup> Betton, Sandra and Eckbo, B. Espen and Thorburn, Karin S., *Corporate Takeovers*, op. cit.

<sup>225</sup> T. Kirchner, « Merger Arbitrage », *Merger Arbitrage*.

<sup>226</sup> *Ibidem*.

<sup>227</sup> Le marché et les offres publiques, Shahriar Tadjbaksh & Pierre Hudry, op. cit.

<sup>228</sup> Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323–329.

position afin de ne pas « *laisser trop d'argent sur la table* »<sup>229</sup>. Or, les fonds d'arbitrage ont les moyens pour battre le marché (l'alpha), c'est ce qui explique l'asymétrie d'information en faveur des arbitragistes<sup>230</sup>.

- La probabilité de succès de l'offre est positivement liée à la participation accrue des arbitragistes, puisqu'ils sont plus susceptibles d'offrir leurs actions détenues dans les cibles<sup>231</sup>. En effet, des études empiriques réalisées sur un échantillon de 608 offres ont montré qu'en plus de la capacité à anticiper les taux de réussite des opérations, les arbitres exercent une influence active sur le marché des prises de contrôle. La probabilité de réussite de l'opération et les primes de prise de contrôle sont positivement liées à l'augmentation des positions d'arbitrage<sup>232</sup>. Les arbitragistes sont donc des catalyseurs des opérations d'OPA, puisqu'ils sont largement enclins à apporter leurs actions à une telle offre. En ce sens, ils facilitent la réalisation de ces opérations<sup>233</sup>.
- Les arbitragistes participent à la liquidité du marché. En effet, lorsqu'une transaction est annoncée et que le cours de l'action de la société cible augmente, se rapprochant du prix de l'offre, les actionnaires historiques souhaitent généralement vendre leur position. Les fonds d'arbitrage interviennent donc pour fournir de la liquidité en se portant acquéreurs des actions. Ainsi, les arbitres jouent un rôle d'assureur pour les différents opérateurs du marché, c'est-à-dire l'assurance que les actionnaires historiques pourront trouver une contrepartie à laquelle vendre leurs positions<sup>234</sup>.

**57. L'arbitrage et les défenses anti-OPA.** Pour l'activité d'arbitrage, les défenses anti-OPA peuvent être nuisibles si elles tiennent en échec la réalisation de l'offre. Avant le déclenchement de l'offre, l'adoption des mesures anti-OPA « à froid » peut dissuader les entreprises à lancer une OPA. Après le déclenchement d'une offre, les défenses anti-OPA « à chaud » sont de nature à repousser l'initiateur ou même d'autres surenchérisseurs.

**58. L'arbitrage et les facteurs des rendements.** L'ampleur des rendements d'arbitrage dépend de plusieurs facteurs, notamment la taille de l'écart d'arbitrage, la probabilité que l'opération soit conclue, la durée pendant laquelle l'arbitragiste doit conserver sa position et l'évolution du cours de l'action cible, si l'opération échoue<sup>235</sup>. En ce qui concerne la durée de conservation de la position, un système

<sup>229</sup> L. Melka, A. Shabi, *Merger Arbitrage – a fundamental approach to event-driven investing*.

<sup>230</sup> C. Glans, P. VO, *Merger arbitrage – opportunities left for financial mavericks in the new millennium*.

<sup>231</sup> Betton, Sandra and Eckbo, B. Espen and Thorburn, Karin S., *Corporate Takeovers*, op. cit.

<sup>232</sup> Hsieh, Jim and Walking, Ralph August, *Determinants and Implications of Arbitrage Holdings in Acquisitions* (May 4, 2004).

<sup>233</sup> Francesca Cornelli and David D. Li, *Risk arbitrage in takeovers*. *Review of Financial Studies*, 2001.

<sup>234</sup> L. Melka, A. Shabi, *Merger Arbitrage – a fundamental approach to event-driven investing*, op. cit.

<sup>235</sup> Betton, Sandra and Eckbo, B. Espen and Thorburn, Karin S., *Corporate Takeovers*, op. cit.

juridique qui prévoit un calendrier allongé est susceptible d'avoir moins d'arbitres dans son marché local. C'est ainsi que les arbitres considèrent par exemple que les OPA soumises au Takeover Code présentent plusieurs avantages par rapport aux OPA américaines, car elles offrent plus de certitude vue que le calendrier des transactions soumises au Takeover Code est soumis à des délais très clairs<sup>236</sup>. Cela ne veut pour autant pas dire que les arbitres vont fuir le marché américain car, en contrepartie de l'incertitude du calendrier, le marché américain offre plusieurs possibilités de compensations telles que les droits d'évaluation<sup>237</sup>. En France, depuis 2014, la loi a prévu une consultation du comité d'entreprise susceptible d'allonger le délai d'une offre d'un mois à compter de son dépôt. Plus subtilement, ce qui est préjudiciable au marché dans le cadre d'une OPA en France est plus l'imprévisibilité quant à l'issue de l'offre que cet allongement du calendrier. En effet, cette imprévisibilité<sup>238</sup> ne permet pas aux arbitragistes de réaliser une pondération exacte entre les différents scénarios, auxquels les fonds assignent des probabilités de réussite. Plus précisément, elle ne permet pas aux fonds d'arbitrage de jouer pleinement leur rôle de « *price-setter* » vu l'incertitude quant à l'issue de l'offre. De cette manière, les actionnaires historiques n'auront plus la possibilité de liquider tout ou partie de leur position à l'annonce d'une offre. Il est vrai que les arbitragistes s'engagent dans des opérations risquées, c'est même leur « *business model* », mais le risque quant à l'issue de l'offre devrait dépendre d'éléments objectifs qui peuvent être évalués par l'arbitre et non pas du pouvoir discrétionnaire des dirigeants, des juges ou des parties prenantes. Autrement, l'activité d'arbitrage pourrait se réduire dans les pays ayant une législation qui favorise l'incertitude et l'imprévisibilité quant à l'issue d'une offre (tel que la France)<sup>239</sup>, ce qui est n'est pas du tout en faveur de l'efficacité du marché ou dans l'intérêt des actionnaires.

**59. Conclusion du Chapitre premier.** Les modèles de gouvernance d'entreprise sont importants pour le marché des OPA. Un modèle basé sur la primauté des actionnaires rassure plus les investisseurs au sein du marché des OPA, surtout quant à l'issue des offres. En revanche, un modèle basé sur les parties prenantes crée généralement un environnement incertain. Cette incertitude ne permet pas au marché des OPA de remplir pleinement son effet utile, à savoir la création de richesse et la discipline des dirigeants. Par ailleurs, d'autres facteurs peuvent plus ou moins réduire ou accentuer cette incertitude. C'est le cas des défenses anti-OPA et de leur positionnement dans le cadre légal. Les défenses peuvent être un moyen efficace pour l'augmentation du prix des offres, mais également une stratégie d'enracinement des dirigeants, un moyen d'entrave au lancement de nouvelles offres ainsi qu'un handicap à l'activité d'arbitrage. Partant, le choix opéré par un pays donné quant au pouvoir des

<sup>236</sup> T. Kirchner, « Merger Arbitrage », *Merger Arbitrage*, *op. cit.*

<sup>237</sup> Voir infra n°111.

<sup>238</sup> Voir infra Partie 2.

<sup>239</sup> Voir infra Partie 2.

gestionnaires confrontés à une offre est important pour évaluer l'efficacité du marché des OPA dans ce pays-là. Il convient ainsi de s'intéresser au choix du modèle de gouvernance d'entreprise dans le cadre des OPA.

## CHAPITRE 2 : LE CHOIX DU MODÈLE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DANS LE CADRE DES OPA

Deux visions de l'entreprise s'affrontent en gouvernance d'entreprise sur l'étendue du pouvoir des acteurs sociaux lors de la survenance d'une OPA. Ces deux visions ont marqué l'édifice juridique des différents États où les législateurs se sont posé la question de savoir à qui doit revenir la décision d'adopter des mesures de défenses en cas d'OPA. Est-ce de la compétence des actionnaires ou du conseil d'administration ? Pour certains, le pouvoir accordé au conseil d'administration constitue un obstacle sérieux à une gouvernance d'entreprise efficace, cette efficacité étant subordonnée à l'existence d'un modèle actionnarial de démocratie directe où les dirigeants sociaux sont pleinement responsables de leurs actes devant les actionnaires. Pour d'autres, le modèle de démocratie représentative c'est-à-dire le modèle directorial devrait primer en période d'OPA. Ce modèle est inspiré de la conception verticale de l'entreprise de R. Coase qui met l'accent sur l'organisation hiérarchique et l'autorité des dirigeants<sup>240</sup>. Les deux modèles sont néanmoins d'accord sur (i) la nécessité du contrôle de l'aléa moral des dirigeants, que ce soit par le conseil d'administration ou par les actionnaires ; (ii) sur le fait que le conseil d'administration et les actionnaires sont en compétition pour le pouvoir social, dans laquelle il y aura des vainqueurs et des perdants ; (iii) sur l'importance de ce sujet pour la gouvernance d'entreprise et l'allocation des actifs des entreprises<sup>241</sup>. La réponse apportée à ces questions n'est pas totalement équivalente à une prise de position sur le débat de l'objectif de l'entreprise (« *corporate purpose* ») entre le modèle de la primauté actionnariale et le modèle basé sur les parties prenantes. En effet, il existe en droit comparé des pays ayant fait le choix d'accorder le pouvoir de s'opposer à une offre au conseil d'administration, sans pour autant que cela remette en cause la primauté actionnariale. La loi du Delaware en est le parfait exemple.

Les arguments des deux modèles seront examinés en profondeur dans les développements qui suivent en les mettant en perspective avec le positionnement de la France quant au modèle de gouvernance d'entreprise en période d'OPA (*section 1*) et les critiques qui peuvent être apportées à ce choix qui, *in fine*, aboutit au rejet de la primauté actionnariale (*section 2*).

<sup>240</sup> R. H. Coase, The nature of the firm, 1937, Journal of Law, Economics, & Organization Vol. 4, No. 1 (Spring, 1988), pp. 3-17 (15 pages).

<sup>241</sup> Voir par ex. William T. Allen, Jack B. Jacobs, and Leo E. Strine, *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U Chi L Rev 1069 (2002).

## **SECTION 1 : LE POSITIONNEMENT DE LA FRANCE QUANT AU MODÈLE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DANS LE CADRE DES OPA**

En France, la position du législateur a connu une évolution dans le choix du modèle de gouvernance dans le cadre de l'adoption des mesures anti-OPA où l'on distingue un cadre juridique avant (I) et après la loi Florange (II). Cette évolution légale ne veut pas pour autant dire que le conseil d'administration est un agent fiduciaire des parties prenantes à l'exclusion des actionnaires. En effet, le modèle de gouvernance en période d'OPA français est bien plus compliqué, en ce qu'il est un modèle « *Made in France* »<sup>242</sup> qui est marqué par une forte ambiguïté.

### **I. Un modèle actionnarial de démocratie directe avant la loi Florange :**

Avant la loi Florange, il faut faire la distinction entre deux périodes en adoptant comme critère temporel la date de transposition de la directive OPA de 2004 : une période qui couvre la période précédant la transposition de cette directive par la loi du 31 mars 2006 et la période ultérieure à cette transposition.

**60. Avant la transposition de la directive OPA de 2004 par la loi du 31 mars 2006,** l'état du droit positif était dominé par les règles du droit boursier. En effet, les mesures de défenses anti-OPA n'étaient presque règlementées qu'au regard des principes directeurs de droit boursier. La seule mention (à notre connaissance) aux moyens de défense en droit des sociétés se faisait à travers l'article L225-193-3 ancien du Code de commerce (abrogé par la loi du 31 mars 2006) qui prévoyait le principe de suspension de toute délégation en période d'offre publique, 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<sup>243</sup>, cette disposition ayant remplacé celle de la loi du 2 août 1989 qui autorisait des délégations d'augmentation de capital en cours d'offre, à condition de ne pas être réservée<sup>244</sup>. En revanche, les autres règles régissant l'offre publique et les mesures de défense relevaient du règlement n°89-03 de la COB puis du RGAMF.

**61. Après la transposition de la directive OPA de 2004 par la loi du 31 mars 2006.** La directive OPA de 2004 partait d'une idée très favorable aux OPA en les considérant comme un mécanisme normal de rapprochement des entreprises qui devrait être favorisé pour contribuer à la création du marché unique

<sup>242</sup> D. Martin, M. Françon, OPA : illustrations des incertitudes « Made in France », Cahiers de droit de l'entreprise n° 6, Novembre 2014, dossier 36.

<sup>243</sup> Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004.

<sup>244</sup> Loi n° 89-531 du 2 août 1989. Sur ce, v. Th. Forsbach, L'augmentation de capital en cours d'OPA, RD banc. bourse janv.-fév. 1990, p. 30 s.

intégré des capitaux. Pour ce faire, il fallait favoriser les OPA transfrontalières et abaisser les mécanismes de défense anti-OPA. Certains États-membres, en revanche, étaient hostiles à cette idée et considéraient l'OPA comme un mécanisme brutal qui porte atteinte aux intérêts des parties prenantes et à l'indépendance des entreprises nationales. Un compromis a dû être trouvé entre ces deux visions.

**Régime de la directive.** L'article 9 de la Directive, s'inspirant du Takeover Code anglais, a consacré le principe de neutralité du CA ou de non-frustration du CA, selon lequel le CA ne pouvait pas prendre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre. En effet, le texte donnait la compétence d'adoption des défenses anti-OPA à l'assemblée générale des actionnaires. L'article 12 de la Directive prévoit une option d'« *opt-out* » en vertu de laquelle les États membres peuvent choisir de déroger au principe de neutralité, tout en laissant le choix aux sociétés de revenir sur ce choix et en prévoyant un principe de réciprocité. Ainsi, si l'État membre choisit de déroger au principe de neutralité, les sociétés peuvent l'appliquer tout en se réservant le choix d'y renoncer si l'initiateur est une société « *non vertueuse* ».

**Transposition.** Transposant la directive, la loi du 31 mars 2006 a fait le choix d'appliquer l'article 9 en imposant un principe de neutralité des organes de direction de la société visée par une offre publique. Plus précisément, les dispositions du Code de commerce issues de la loi du 31 mars 2006 posaient le principe de l'approbation préalable par l'assemblée générale (ordinaire ou extraordinaire, selon la nature de la mesure), en période d'offre publique, de toute mesure de défense susceptible de faire échouer l'offre<sup>245</sup>. Le Conseil d'administration n'avait que le pouvoir de nomination ou de révocation des dirigeants, la recherche d'autres offres et l'émission d'un avis motivé sur l'offre. De plus, les délégations de compétence ou de pouvoirs consenties par les actionnaires étaient automatiquement suspendues<sup>246</sup>. Ainsi, le législateur de 2006 a considéré qu'il appartient aux actionnaires de décider du sort de l'offre, soit en présentant leurs titres à l'offrant, soit en adoptant en assemblée des mesures susceptibles de la faire échouer<sup>247</sup>. L'ouverture de cet « *espace sacré* »<sup>248</sup> actionnarial libre d'interférences directoriales se traduit procéduralement par une irruption de « *démocratie directe* »<sup>249</sup> en harmonie avec les objectifs annoncés de la Directive qui tend à faciliter le bon déroulement des OPA. Pour ce faire, il fallait permettre à l'initiateur de lancer son offre et de s'adresser aux actionnaires de la cible qui sont, *in fine*, les seules personnes ayant la légitimité du pouvoir décider du sort à réserver à l'offre.

<sup>245</sup> L'article L. 233-32 ancien du Code de commerce.

<sup>246</sup> N. Rontchevsky & M. Storck, L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises, RTD Com. 2014 p.363.

<sup>247</sup> *Ibidem*.

<sup>248</sup> V. sur cette notion, 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>249</sup> A. Pietrancosta, Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, Revue trimestrielle de droit financier, n° 1, juin 2006, p. 5.

**Critiques.** Ce choix opéré par la France a été critique dans le sens où la règle de non-frustration fait ressembler les sociétés cotées, le temps d'une OPA, à des SICAV qui doivent avant tout permettre à leurs actionnaires d'en sortir à tout moment et dans les meilleures conditions et dont le management se contente d'expédier les affaires courantes<sup>250</sup>. Par ailleurs, il a été considéré que le régime français issu de la loi de transposition reposait sur une suspicion excessive des conflits d'intérêts des dirigeants. Ceci est contradictoire avec l'obligation faite au conseil d'administration de rendre un avis motivé sur l'offre et sur sa conformité à « *l'ensemble des intérêts* » de la société<sup>251</sup>. Cette critique de suspicion excessive est la même qui a été adressée à la théorie de l'agence. En effet, on reprochait à cette théorie d'avoir pour conséquence de conduire à une course en avant dans le formalisme en mettant des processus décisionnels lourds et coûteux faisant de la gouvernance un « *festival de processus* ». <sup>252</sup> Par ailleurs, d'autres ont considéré que la directive ne réalise pas le triomphe de la démocratie actionnariale, mais celle du marché conformément à son inspiration libérale, car la société cible est réduite à l'état de marchandise qu'on s'échange en Bourse au travers d'une OPA<sup>253</sup>.

Le modèle actionnarial ne faisait donc pas l'unanimité au sein de la doctrine et présentait quelques inconvénients qui ont manifestement influencé le choix du législateur de 2014 via la loi Florange. Par cette loi, le législateur français a décidé d'abandonner le modèle actionnarial de démocratie directe en abandonnant le principe de neutralité et d'instaurer un modèle directorial de démocratie représentative.

## **II. Un modèle directorial de démocratie représentative après la loi Florange :**

**62. L'esprit de l'abandon du principe de neutralité.** La loi du 29 mars 2014 a annulé l'option de 2006 en revenant sur la règle de passivité. Ce choix a été justifié par le souci de lutter contre les prises de participation hostiles ou rampantes<sup>254</sup>, et plus précisément contre « les OPA destructrices de valeur et dont les conséquences sociales sont dévastatrices »<sup>255</sup>. L'ambition affichée de la loi était de « construire un nouveau modèle de gouvernance qui protège les entreprises et les salariés et qui permette de stabiliser leur actionnariat dans la durée au bénéfice de leur intérêt social et de leur stratégie de long terme en les préservant des opérations purement financières » en évitant le départ à l'étranger

<sup>250</sup> F.-M. Laprade & G. Giuliani, La réforme des offres publiques d'acquisition, Novembre 2006, Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2006, étude 20.

<sup>251</sup> *Ibidem*.

<sup>252</sup> « *The concern is that board meetings, where corporate governance is actually done, have turned into festivals of process that are little more than kabuki-like rituals at which lawyers and investment bankers choreograph ersatz discussions designed to protect foregone conclusions from being attacked by judges as being the result of a defective process* », JONATHAN R. MACEY, CORPORATE GOVERNANCE 31 (2008).

<sup>253</sup> F.-M. Laprade & G. Giuliani, La réforme des offres publiques d'acquisition, Novembre 2006, Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2006, étude 20.

<sup>254</sup> C. Valter, Rapport au nom de la commission des affaires économiques, Ass. Nat. Doc. N°1283, 17 juillet 2013, p. 39 s.

<sup>255</sup> *Ibidem*.

d'entreprises stratégiques pour l'économie française ; en contrant les fonds d'investissement qui adopteraient presque systématiquement une politique favorable aux OPA ; en luttant contre les OPA destructrices de valeur ; et en renforçant le poids de l'intérêt social de l'entreprise, notamment en associant les salariés à la procédure d'OPA<sup>256</sup>. Les nouvelles mesures apportées s'insèrent donc dans une loi d'inspiration protectionniste et sociale<sup>257</sup>. Cet esprit est dans la lignée du rapport « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française » du 5 décembre 2012 de Louis Gallois et font également écho à certaines positions de l'ancien PDG de Saint-Gobain, Jean-Louis Beffa<sup>258</sup>.

Les objectifs que la loi s'est fixés ont donné lieu à de nouvelles dispositions régissant le droit des OPA qu'il convient de rappeler (A). La principale mesure adoptée par la loi Florange et qui marque un tournant important dans la législation française est sans doute l'abandon du principe de neutralité. Si la loi Florange n'a pas été précédée d'une étude d'impact malgré les enjeux importants en cause, l'argument d'autorité de la loi consistant à transférer le pouvoir d'adopter les mesures anti-OPA au conseil d'administration doit être éclairé à partir de l'analyse économique du droit (B).

#### **A. Les apports de la loi Florange :**

**63. Les principales mesures de la loi Florange.** La loi Florange est une loi importante en droit des OPA qui a bouleversé la logique du droit français. L'accent sera mis sur quatre principales mesures de la loi Florange intéressant les OPA : (i) la loi a instauré un seuil de caducité fixé à plus de 50 % du capital ou des droits de vote. Si ce seuil n'est pas atteint à la clôture de l'offre publique, celle-ci devient caduque de plein droit ; (ii) le seuil d'offre publique obligatoire a été modifié de sorte que pour les personnes qui détiennent une participation comprise entre 30 % du capital ou des droits de vote et de la moitié, la vitesse limite d'acquisition entre ces deux seuils, fixée à 2 %, a été abaissée à 1 %<sup>259</sup> ; (iii) la loi prévoit l'attribution dans les sociétés cotées d'un droit de vote attribué aux actions nominatives détenues depuis deux ans<sup>260</sup> ; (iv) la loi abandonne le principe de neutralité jusque-là existant et permet désormais aux organes d'administration ou de surveillance de la cible d'adopter des mesures propres à faire échouer l'offre<sup>261</sup>. Sur ce dernier point, quelques remarques s'imposent :

- Ce pouvoir est limité par l'intérêt social et par le pouvoir des assemblées générales dans le sens où la nouvelle compétence du CA ne viendra pas empiéter les pouvoirs de l'assemblée ;

<sup>256</sup>S. Torck, La proposition de loi « Florange » et le droit des offres publiques, Dr. sociétés 2014, étude 2.

<sup>257</sup>B. COURTEAULT, Loi « Florange » du 29 mars 2014 : dispositions relatives aux offres publiques, Revue Lamy droit des affaires, N° 96, 1er septembre 2014.

<sup>258</sup>J.-L. Beffa, *La France doit agir*, Le Seuil, 2013.

<sup>259</sup>J. Brosset, N. Cuntz, Aspects boursiers de la loi Florange : le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles, RD bancaire et fin. 2014 étude 7.

<sup>260</sup>C. com., art. L. 225-123.

<sup>261</sup>C. com., L. 233-32.

- Le conseil d'administration peut mettre en œuvre les délégations de pouvoir obtenues « à froid » avant l'annonce de l'offre, sauf clause statutaire contraire ;
- Il est possible aux sociétés de rétablir le principe de neutralité en : (i) réservant la neutralité aux OPA déposées par des entités « vertueuses » ; (ii) en rétablissant la suspension de délégation aux organes d'administration en période d'offre<sup>262</sup> ; (iii) en imposant la nécessité d'obtenir une confirmation de l'assemblée générale pour 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<sup>263</sup>.
- Le pouvoir d'adopter des mesures de défenses anti-OPA appartient non pas au directeur général qui représente la société et est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir au nom de celle-ci, mais au conseil d'administration en tant qu'organe collégial. Cette attribution de compétence est louable vu qu'elle est de nature à réduire les coûts d'agence, mais si elle n'est pas entourée de certaines garanties, elle peut les accentuer<sup>264</sup>.

**64. Conclusion.** Les innovations de la loi vont au-delà des ajustements techniques, car elles consacrent une rupture avec le droit antérieur sur plusieurs points essentiels, en instaurant une protection législative des sociétés cotées contre les offres publiques d'acquisition et les risques qui s'y attachent<sup>265</sup>. Certains ont même parlé d'une loi anti-OPA marquée par un regard négatif des OPA et un souci de protectionnisme<sup>266</sup>. Vu l'importance de ces nouveautés et leur impact sur le droit des OPA, il convient d'en préciser la raison d'être. Il s'agit de se poser la question suivante : pourquoi le législateur a-t-il changé de position et a-t-il accordé le pouvoir d'adopter des mesures anti-OPA au conseil d'administration ?

### **B. Éclaircissement du choix de l'abandon du principe de neutralité de la loi Florange :**

L'argument d'autorité est simple : le pouvoir d'adoption des défenses anti-OPA appartient au conseil d'administration et non pas aux actionnaires. En revanche, derrière cet argument d'autorité se cache toute une analyse économique que le législateur n'a pas pris la peine d'aborder à travers une étude d'impact. L'absence d'une telle étude invite à s'interroger sur le fondement de cet argument d'autorité. Plusieurs arguments d'ordre juridique et économique peuvent justifier le choix fait par la loi Florange :

<sup>262</sup> C. com., art. L. 233-33 nouveau.

<sup>263</sup> C. com., art. L. 233-33 nouveau.

<sup>264</sup> Voir infra. n° 74 et s.

<sup>265</sup> N. Rontchevsky & M. Storeck, L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises, op. cit.

<sup>266</sup> F. Barrière, C. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA?, Rev. sociétés 2014, p. 279.

**65. La protection des parties prenantes.** Le pouvoir accordé au conseil d'administration permet de protéger le bien-être des parties prenantes. En effet, une acquisition peut maximiser la valeur pour les actionnaires de l'acquéreur et de la société cible, mais réduire la valeur pour certaines parties prenantes. Ainsi, le conseil d'administration pourrait peser les gains pour les actionnaires d'une acquisition par rapport aux coûts pour les parties prenantes. Si les coûts sont trop élevés, le conseil pourrait utiliser le pouvoir que lui confèrent les défenses anti-OPA pour rejeter une offre qui ne maximiserait la valeur que pour les actionnaires de la cible et de l'acquéreur<sup>267</sup>. Plus encore, la composition du conseil d'administration dans les entreprises de taille importante est marquée par la présence des salariés<sup>268</sup>, ce qui renforcera la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes ;

**66. Les problèmes d'actions collectives.** Le vote des actionnaires est un mécanisme inefficace de gouvernance d'entreprise, car il souffre d'un important problème d'action collective<sup>269</sup>. En effet, les avantages d'un vote réussi reviennent à tous les actionnaires, mais les coûts du vote (par exemple, l'acquisition d'informations, la mobilisation de soutien, etc.) sont supportés par chaque votant séparément, de sorte que les actionnaires peuvent être insuffisamment incités à voter<sup>270</sup>. Ainsi, lorsque les actionnaires ne prennent pas la peine de s'informer sur le projet de l'initiateur par exemple, ils ne sont pas considérés comme irresponsables, mais plutôt comme « rationnellement apathiques »<sup>271</sup>. De même, les agences de votes ne résolvent pas le problème de l'action collective puisqu'elles-mêmes ne perçoivent qu'une commission minimale pour des recommandations de vote et ne sont donc pas incitées à faire des recherches sur le projet de l'initiateur<sup>272</sup>. Tous ces problèmes d'action collective ont des externalités négatives sur la prise de décision des sociétés et sur les parties prenantes ;

**67. L'efficacité managériale.** La « valeur de l'autorité » représentée par les gestionnaires de la société est un avantage majeur pour les sociétés cotées. En effet « la centralisation de la prise de décision permet d'économiser la transmission et le traitement de l'information »<sup>273</sup>, ce qui représente un avantage d'efficacité dans la prise de décision. C'est ainsi qu'une autorité centralisée et hiérarchique est nécessaire pour évaluer rigoureusement les mérites d'une OPA ;

**68. L'avantage informationnel.** Les administrateurs sont souvent qualifiés d'initiés puisqu'ils ont accès à des informations privilégiées en raison de leur poste<sup>274</sup>, ce qui leur permet d'évaluer

<sup>267</sup> Gilson, Ronald J. and Schwartz, Alan, *An Efficiency Analysis of Defensive Tactics*, op. cit.

<sup>268</sup> Pour l'étude de la représentation des salariés au sein du conseil d'administration v. R. Vatinet, *Représentation des salariés dans les conseils d'administration ou de surveillance*, Rev. sociétés 2014, p. 75.

<sup>269</sup> Sharfman, Bernard S., *The Risks and Rewards of Shareholder Voting* (December 20, 2020). 83 SMU Law Review 849 (2020).

<sup>270</sup> Paul H. Edelman, Randall S. Thomas & Robert B. Thompson, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 87 S. CAL. L. REV. 1359, 1379 (2014).

<sup>271</sup> ROBERT CHARLES CLARK, *CORPORATE LAW* § 9.5.1, at 390–92 (1986).

<sup>272</sup> Sharfman, Bernard S., *The Risks and Rewards of Shareholder Voting*, op. cit.

<sup>273</sup> Kenneth J. Arrow, *The limits of organization*, 1974.

<sup>274</sup> Bernard S. Sharfman, *Enhancing the Value of Shareholder Voting Recommendations*, 86 TENN. L. REV. 691, 713–14 (2019).

correctement l'offre reçue de l'initiateur et de se prononcer sur son opportunité. Plus précisément, les administrateurs bénéficiant d'une meilleure information sur la société et sur sa valeur réelle, sont les mieux placés pour évaluer les synergies qui résulteraient de l'opération ou pour défendre la société afin que les actionnaires bénéficient du meilleur prix<sup>275</sup> ;

**69. La révocation.** Les droits de gouvernance efficaces, tels que les droits de révocation des administrateurs peuvent remplacer le principe de neutralité. En effet, conscients du pouvoir de révocation des actionnaires, les administrateurs seront incités à ne pas agir dans leurs intérêts personnels<sup>276</sup> ;

**70. La myopie.** Le changement d'actionnariat qu'induit une offre publique par l'arrivée des *hedge funds* qui ont pour la plupart des stratégies d'investissement à court terme et avec pour seule boussole la maximisation de leur plus-value financière, n'a que l'apparence d'une légitimité actionnariale pour prendre des mesures anti-OPA<sup>277</sup>. Il est permis de douter d'une résurgence de l'affectio societatis en cours d'OPA<sup>278</sup>. Plus précisément, l'assemblée générale appelée à statuer en cours d'offre sur l'adoption éventuelle de mesures de défense sera constituée non par les actionnaires « historiques » de la société cible, mais par des opérateurs boursiers qui ont un fort intérêt à favoriser le succès de l'offre au détriment de l'intérêt de la société et de ses parties prenantes<sup>279</sup>. Ainsi, le pouvoir du conseil d'administration peut encourager l'investissement à long terme et empêcher la myopie des actionnaires ;

**71. Négociation du prix.** Le pouvoir du conseil d'administration est susceptible d'être utilisé au profit des actionnaires pour négocier l'augmentation des primes. En effet, si la voie d'une prise de contrôle hostile devient plus difficile, les initiateurs sont davantage incités à négocier, et les dirigeants de la société cible ont plus de pouvoir pour obtenir des conditions favorables<sup>280</sup> ;

**72. La spécialisation des organes sociaux.** Enfin, la reconnaissance du pouvoir du conseil d'administration à adopter des défenses anti-OPA conforte la règle cruciale en droit français de la hiérarchie ou de la spécialisation des organes de la société anonyme<sup>281</sup>, selon laquelle chaque organe

<sup>275</sup> Martin Lipton, Takeover Bids in the Target's Boardroom, 35 Bus. Law. 101, spéc. p. 104-05 (1979).

<sup>276</sup> Davies, Paul L. and Schuster, Edmund-Philipp and van de Walle de Ghelcke, Emilie, The Takeover Directive as a Protectionist Tool?, op.cit.

<sup>277</sup> F. Barrière La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique, Bulletin Joly Bourse - n°10 - page 508.

<sup>278</sup> F. Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in Les offres publiques d'achat, p. 467, spéc. n° 1034.

<sup>279</sup> D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, op. cit.

<sup>280</sup> Bebchuk, Lucian A. and Kastiel, Kobi and Tallarita, Roberto, For Whom Corporate Leaders Bargain (August 19, 2020). Forthcoming, Southern California Law Review, Volume 93, 2021. Voir sur l'hypothèse du pouvoir de négociation Guhan Subramanian, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, 113 YALE L.J. 621 (2003).

<sup>281</sup> H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, Rev. sociétés 2006, p. 237.

a en principe seul le pouvoir d'adopter les mesures pour lesquelles la loi lui a reconnu compétence<sup>282</sup>. Cette règle est une consécration du droit français de la séparation du contrôle et de la propriété ;

Le modèle adopté par la loi Florange est indirectement inspiré du modèle de la « *primauté des administrateurs* » qui considère la société comme un véhicule par lequel le conseil d'administration engage divers facteurs de production. Dans ce schéma, les administrateurs sont « *les gardiens platoniques d'une entité sui generis dans laquelle les actionnaires ne sont qu'une des nombreuses parties contractantes* »<sup>283</sup>.

**73. Conclusion.** Avant la loi Florange, le droit français adoptait la règle de neutralité des dirigeants pendant une OPA, ce qui renforçait le modèle actionnarial de démocratie directe à l'anglaise. Néanmoins, animée par une volonté protectionniste et socialiste, la loi Florange abandonne la démocratie directe pour lui substituer un modèle de démocratie représentative basé sur le pouvoir du conseil d'administration dans l'adoption des défenses anti-OPA. La loi Florange ne fait que conforter une évolution déjà entamée depuis la crise financière et qui consiste à repenser la finalité de la gouvernance pour la rendre moins dépendante de la création de valeur actionnariale et plus orientée vers une politique de long terme ouverte aux intérêts des parties prenantes<sup>284</sup>. Cette évolution montre encore une fois le caractère cyclique des modèles de gouvernance d'entreprise et laisse perplexe quant à l'efficacité d'une loi qui n'a fait l'objet d'aucune étude d'impact malgré son importance, avouée par la loi elle-même, dans l'économie. Les arguments de l'analyse économique du droit, n'ayant pas fait l'objet d'un débat constructif lors de l'adoption de la loi Florange, nous conduisent à nous interroger sur les arguments en faveur de la primauté actionnariale en période d'OPA.

## **SECTION 2 : LA PRIMAUTÉ ACTIONNAIALE EN PÉRIODE D'OPA**

Le modèle de gouvernance d'entreprise fondé sur la primauté actionnariale pendant une OPA est traditionnellement admis en droit comparé anglo-saxon. Ce modèle n'exclut pas la protection des parties prenantes ou de la pérennité de l'entreprise, mais il suppose qu'en toute hypothèse, la prise en compte des intérêts larges des parties prenantes doit *in fine* aboutir à une augmentation de la valeur actionnariale sur le long terme. C'est un modèle d'alignement des intérêts tout à fait soutenable dans la mesure où il fait de la primauté actionnariale le centre autour duquel gravitent tous les autres intérêts.

<sup>282</sup> J. Noirel, *in Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, T 1, 2<sup>e</sup> éd., 1976, n° 69, p. 297.

<sup>283</sup> BAINBRIDGE Stephen M., « Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections », Rochester, NY, Social Science Research Network, 2002.

<sup>284</sup> E. Mouial-Bassilana, I. Parachkévova Les apports de la loi Florange au droit des sociétés, Bulletin Joly Sociétés - n°05 - page 314.

L'idée fondamentale est donc que l'augmentation de la « *taille du gâteau* » par la maximisation de la valeur actionnariale profitera souvent à toutes les parties prenantes.

Pendant le processus de rédaction et d'adoption de la loi Florange, celle-ci a non seulement manqué à une étude d'impact, mais a également reçu des avis négatifs de la part des praticiens et de l'autorité des marchés financiers. En effet, l'Association des avocats en droit boursier (ADB) s'est élevée contre le projet<sup>285</sup> et l'ancien Président de l'AMF s'est fortement douté des bienfaits de l'abandon du principe de neutralité<sup>286</sup> et alerté le Ministre de l'Économie sur les risques que la loi Florange fait peser sur « le fonctionnement du marché financier, l'attractivité de la France pour les investisseurs et le financement de l'activité »<sup>287</sup>. Malgré cette hostilité, les auteurs du texte ont persisté pour l'adoption de cette loi, qui n'est au fond qu'une promesse électorale. Cet entremêlement entre le politique et le droit a conduit à la mise en place de plusieurs idées reçues sans une étude approfondie sur leur exactitude : favoriser l'actionnariat à long terme, combattre l'actionnariat de court-terme, lutter contre les OPA destructrices de valeur, etc. Ces propos étant le cœur même et la raison d'être de la loi Florange, il convient de les étudier en profondeur pour démêler le vrai du faux. Ainsi seront analysés les arguments en faveur de la primauté actionnariale en période d'OPA à la lumière de la loi Florange (I).

Un mouvement de réduction du pouvoir des actionnaires a accentué le déséquilibre de la relation entre actionnaires et dirigeants et a marqué « *l'emprise croissante du juge et de l'administration sur les droits fondamentaux de l'associé* »<sup>288</sup>. Concrètement, cela passe notamment par la diversification de la composition du conseil d'administration en incluant des représentants des salariés et le transfert du pouvoir d'adoption des mesures anti-OPA des actionnaires aux administrateurs. Ce transfert, souvent non entouré de garanties favorisant le contrôle des actionnaires sur l'action des dirigeants, devrait être observé de près. L'accent sera ainsi mis sur les implications de la primauté actionnariale en période d'OPA (II).

## **I. La primauté actionnariale en période d'OPA à la lumière de la loi Florange :**

L'analyse de la primauté actionnariale en période d'OPA doit se faire à la lumière du choix législatif de la loi Florange transférant le pouvoir de prise de décision au conseil d'administration (A) et à la lumière des objectifs de la loi (B).

<sup>285</sup> O. Dufour, La loi Florange inquiète les spécialistes de droit boursier, LPA, 13 novembre 2013, p. 3.

<sup>286</sup> OPA/ OPE – Alain Viandier, op. cit.

<sup>287</sup> Affrontement PS-AMF sur la proposition de "loi Florange", Reuters, 18 septembre 2013, <https://www.reuters.com/article/ofrbs-france-social-amf-ps-20130918-idFRPAE98H05H20130918>.

<sup>288</sup> D.Schmidt, L'effritement des droits de l'associé – Bulletin Joly Bourse - n°10 - page 461.

**A. L'étude de la primauté actionnariale à la lumière de l'abandon du principe de neutralité du conseil d'administration :**

L'accent sera mis uniquement sur le choix consistant à accorder au conseil d'administration le pouvoir d'adopter des mesures anti-OPA, celui-ci étant opéré en omettant les conséquences de la situation de conflits d'intérêts qui touche les administrateurs en période d'OPA (1) et sans prendre en compte de la légitimité actionnariale (2).

**1. Le parti pris des administrateurs contre les OPA :**

74. « *Le pouvoir sans abus perd le charme* »<sup>289</sup>. En période d'OPA, les gestionnaires de la société cible sont dans une situation de conflit d'intérêts avérée. Selon la théorie de l'agence, les dirigeants de la cible peuvent dissocier leur intérêt de celui des actionnaires en période de changement de contrôle puisqu'ils risquent de perdre leurs fonctions en cas de succès de l'offre<sup>290</sup>. En effet, la réalisation de l'opération conduit à priver les administrateurs des avantages et intérêts privés importants associés au contrôle de la société<sup>291</sup>. Ce parti pris incite le conseil d'administration à rejeter les opportunités créatrices de valeur pour l'entreprise même si elles servent l'intérêt de la société et de ses actionnaires. Pour reprendre les termes de la jurisprudence Unocal, les OPA sont des situations qui nous confrontent à un « *spectre omniprésent qu'un conseil d'administration peut agir principalement dans son propre intérêt* »<sup>292</sup>. Plus encore, l'avantage informationnel dont dispose le conseil d'administration peut avoir un impact négatif. En effet, la proximité du pouvoir à l'entreprise peut rendre les décisions du conseil d'administration peu objectives et partiales, ce qui engendra des pertes économiques importantes<sup>293</sup>. La menace de l'OPA sur les intérêts des administrateurs n'est pas théorique puisqu'une étude menée aux États-Unis a démontré que sur 1300 cadres licenciés, 32% d'entre eux l'avaient été à la suite d'une opération de fusion ou d'acquisition<sup>294</sup>.

75. *Les conflits d'intérêts et les défenses anti-OPA*. La situation de conflit d'intérêts nuit à la légitimité des défenses anti-OPA puisqu'elle conduirait à une « *une suspicion généralisée sur la conformité à l'intérêt social des mesures de défenses adoptées par les uns et par les autres* »<sup>295</sup>. Cette suspicion est légitime au regard de la situation des administrateurs et conduirait à observer les défenses

<sup>289</sup> Citation de Paul Valéry.

<sup>290</sup> J.-M. Moulin, La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la Directive OPA du 21 avril 2004, op. cit.

<sup>291</sup> Bebchuk, Lucian A., The Case for Increasing Shareholder Power, op. cit.

<sup>292</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 954 (Del. 1985), nous soulignons.

<sup>293</sup> Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 775 (2017).

<sup>294</sup> S. Fu, L. Soulier, 2017, OPA hostile : les différents moyens de défense, Mémoire de recherche HEC, op. cit.

<sup>295</sup> A. Pietrancosta et J.-F. Prat, Offres publiques et droit des sociétés, op. cit., nous soulignons.

d'un regard hostile malgré leurs effets positifs dans certaines situations<sup>296</sup>. La suspicion vis-à-vis des défenses anti-OPA adoptées par des acteurs impactés négativement par l'opération est même le pressentiment le plus rationnel que l'on pourrait avoir.

**76. Les conflits d'intérêts, source d'opportunisme.** La crainte des conséquences de la situation de conflits d'intérêts a été exprimée dans un rapport de 2002 précédant l'adoption de la Directive OPA de 2004 qui a considéré que : « les mécanismes défensifs sont souvent coûteux en soi 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 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.*** Il convient donc que les actionnaires puissent décider par eux-mêmes et que les autres parties intéressées soient protégées par des règles spécifiques »<sup>297</sup>. Ces propos illustrent parfaitement l'esprit de la directive OPA de 2004<sup>298</sup>.

**77. Tempéraments.** Néanmoins, cette situation de conflit d'intérêts doit être relativisée au regard des règles de contrôle interne instaurant des contre-pouvoirs puissants que ce soit par (i) la collégialité et la composition du conseil d'administration (salariés, indépendants, etc.) ; (ii) la surveillance du comportement des dirigeants en période d'OPA vu que l'évènement est souvent médiatisé<sup>299</sup> ; (iii) la possibilité de révocation offerte aux actionnaires.

En conclusion, si les managers se trouvent en situation de conflits d'intérêts en période d'OPA, les progrès du *corporate governance* atténuent la sévérité de ce conflit. Néanmoins, il ne faut pas ignorer les couts économiques possibles du comportement des managers sur la société et ses actionnaires. D'une manière plus concrète, cette défiance vis-à-vis des managers doit être perçue dans un sens où il est plus légitime pour les actionnaires de décider du sort d'une OPA.

## **2. La légitimité du pouvoir actionnarial en période d'OPA :**

<sup>296</sup> Voir supra n°53.

<sup>297</sup> Rapport du groupe de haut niveau d'expert en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition qui a précédé l'élaboration de la directive OPA 10 janv. 2002, ***nous soulignons.***

<sup>298</sup> D. Fornoni, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, RTD Com. 2015 p.31.

<sup>299</sup> *Ibidem.*

**78. *Redde Caesari quae sunt Caesaris, et quae sunt Dei Deo***<sup>300</sup>. Le principe de base (et le plus logique) c'est qu'il revient aux actionnaires, et à eux seuls de décider du succès de l'offre. Si une conception radicale de la primauté actionnariale et de la libre compétition conduisait à une condamnation de principe des défenses anti-OPA, aucun système juridique ne retient cette solution excessive au regard des bienfaits des défenses si elles sont correctement encadrées<sup>301</sup>. Néanmoins, la non-condamnation des défenses anti-OPA suppose, en principe, le pouvoir des actionnaires de les adopter. Cette légitimité actionnariale repose sur plusieurs arguments :

**79. *Le mécanisme d'offre***. L'OPA est d'abord et avant tout une offre faite par une personne (l'initiateur) d'acquérir les actions d'une autre personne (l'actionnaire). Alors qui d'autre que le bénéficiaire d'une offre est mieux placé pour décider de ses mérites ? Ce sont les actionnaires qui choisiront, *in fine*, d'apporter ou non leurs titres à l'offre<sup>302</sup>.

**80. *La propriété et la négociabilité des actions***. Les actionnaires sont considérés économiquement comme les « propriétaires » des titres de capital et de droit de vote donnant accès au contrôle de la société. Or, une prise de contrôle est essentiellement une question de transfert de propriété privée à l'acquéreur en contrepartie d'un prix plutôt qu'une décision stratégique relevant du pouvoir des administrateurs<sup>303</sup>. Par ailleurs, alors que la part d'intérêt est soumise à une cessibilité restreinte, l'action est en principe librement cessible en vertu du principe de négociabilité. La conjonction de la « propriété » des actions ainsi que le principe de libre négociabilité des actions rendent difficile d'interposer entre l'actionnaire et l'initiateur un organe étranger à l'opération d'OPA.

**81. *Rapport risque/défenses***. Puisque l'OPA est une période déterminante dans la vie d'une société, pour son avenir et sa pérennité, c'est à l'actionnaire de décider de son opportunité, car c'est lui qui supporte les risques en finançant l'activité de l'entreprise. La légitimité d'adopter les défenses anti-OPA lui revient donc naturellement. Ainsi, la directive OPA de 2004 a par principe érigé l'assemblée générale en l'unique arbitre de la bataille boursière en faisant respecter la primauté politique de l'assemblée générale des actionnaires<sup>304</sup>.

<sup>300</sup> « *Rendez à César ce qui est à César, et à Dieu ce qui est à Dieu* ». Cette phrase se trouve dans les trois Évangiles synoptiques : Marc 12,17, Matthieu 22,21 et Luc 20,25.

<sup>301</sup> A. Pietrancosta & A. Maréchal, Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité », op. cit.

<sup>302</sup> D. Fornoni, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, op. cit.

<sup>303</sup> Nyombi, Chrispas and Mortimer, Tom and Lewis, Rhidian and Zouridakis, Georgios, Shareholder Primacy and Stakeholders' Interests in the Aftermath of a Takeover: A Review of Empirical Evidence, op. cit.

<sup>304</sup> A. Pietrancosta & A. Maréchal, Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité », op. cit.

**82. L'analyse financière.** Toutes les recherches en finance conceptualisent l'entreprise comme étant gérée au profit des actionnaires en s'appuyant sur le prix des actions comme indicateur de la valeur de l'entreprise. En effet, lorsque les financiers mesurent les effets de valorisation d'une OPA, ils le font en examinant l'effet de l'annonce sur le prix de l'action, et les rendements mesurés sont les rendements pour les actionnaires<sup>305</sup>. Ainsi, « si les entreprises n'étaient pas gérées au profit des actionnaires, le prix de l'action ne serait pas un indicateur raisonnable de la valeur de l'entreprise »<sup>306</sup>.

**83. La pesée de la légitimité et de l'avantage informationnel.** Le fait d'accorder aux actionnaires le pouvoir d'intervenir n'implique pas que les informations supérieures dont les administrateurs pourraient disposer n'influenceront pas le choix des actionnaires. En effet, dans le cadre du droit antérieur à la loi Florange, le conseil d'administration émettait un avis motivé sur les mérites de l'offre. Les actionnaires pourront alors prendre en compte l'avis des administrateurs pour décider ou non d'apporter leurs titres, tout en tenant compte du fait que les administrateurs pourraient être mieux informés. Autrement posé, il vaut mieux que la décision soit prise par une personne correctement incitée avec le simple avis d'un expert, que d'obliger la personne correctement incitée de s'en remettre à un agent expert qui est susceptible d'avoir de moins bonnes intentions<sup>307</sup>. La pesée des coûts et des avantages du principe de neutralité des administrateurs bascule en faveur de la primauté actionnariale.

**84. Le pouvoir disciplinaire.** Dans le régime de la primauté actionnariale, la direction agirait en tenant compte de la possibilité pour les actionnaires d'accepter une offre et de ne pas adopter des mesures anti-OPA. Cette considération inciterait les managers à agir dans l'intérêt long terme des actionnaires pour rendre moins probable la survenance d'une OPA<sup>308</sup>. Autrement dit, la primauté actionnariale permet au pouvoir disciplinaire des OPA de réaliser pleinement son effet utile. Par exemple, plusieurs études empiriques ont montré que le renforcement de la protection contre les prises de contrôle (i) entraîne une augmentation du relâchement de la gestion<sup>309</sup> ; (ii) est associée à de moins bonnes performances opérationnelles<sup>310</sup> ; (iii) favorise les managers à s'engager dans la construction d'un empire<sup>311</sup> ; (iv) et entraîne une plus grande consommation d'avantages privés par les dirigeants<sup>312</sup>.

**85. Tempéraments.** Néanmoins, la légitimité actionnariale doit être relativisée dans les sens où il existe plusieurs entraves juridiques et factuelles à l'efficacité de l'action collective des actionnaires. Il est

<sup>305</sup> Rock, Edward B., For Whom is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose, op. cit.

<sup>306</sup> *Ibidem*.

<sup>307</sup> Bebchuk, Lucian A., The Case for Increasing Shareholder Power, op. cit.

<sup>308</sup> *Ibidem*.

<sup>309</sup> Marianne Bertrand & Sendhil Mullainathan, *Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation*, 30 RAND J. ECON. 535, 545 (1999).

<sup>310</sup> Paul Gompers et al., *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Q.J. ECON. 107, 111, 129 (2003).

<sup>311</sup> *Ibidem*.

<sup>312</sup> Kenneth A. Borokhovich et al., *CEO Contracting and Antitakeover Amendments*, 52 J. FIN. 1495, 1515 (1997).

donc nécessaire d'entourer cette légitimité de plusieurs conditions : (i) une situation d'information complète pour réduire à l'asymétrie d'information ; (ii) une situation de concurrence satisfaisante<sup>313</sup> ; (iii) un engagement des actionnaires pour réduire les coûts de transaction liés à leur dispersion et l'absentéisme. Sans ces garanties, l'efficacité de la décision collective peut être remise en cause, sans pour autant que les coûts de cette inefficacité dépassent les coûts engendrés par le modèle directorial en période d'OPA.

L'étude de la primauté actionnariale au regard de l'abandon du principe de neutralité par la loi Florange démontre que cette loi n'est pas efficace et ignore (volontairement ?) une grande partie de la littérature. Si la loi ignore la primauté actionnariale en période d'OPA par l'abandon du principe de neutralité, elle l'ignore également au regard de ses objectifs invoqués lors des travaux parlementaires.

## **B. L'étude de la primauté actionnariale à la lumière des objectifs de la loi Florange :**

Le premier objectif de la loi Florange est, par principe, la lutte contre les offres publiques. Cet objectif nuit considérablement à l'attractivité du marché français (1). Le deuxième but de la loi Florange est la lutte contre l'actionnaire de court-terme qui ne s'intéresse pas à l'économie réelle. Cet objectif est critiquable au regard de l'absence de preuves sérieuses sur l'existence d'un phénomène de court-termisme sur les marchés financiers (2).

### **1. L'incompatibilité de l'attractivité du marché français avec l'objectif de lutte contre les offres publiques :**

**86. *Propos introductifs.*** « Dans sa volonté de principe de lutte contre les offres *publiques* ... **la loi nouvelle introduit un dispositif censé dissuader les offres publiques, en particulier hostiles** »<sup>314</sup>. L'hostilité avouée par les rédacteurs de la loi Florange envers les OPA relève d'une incompréhension totale de la raison d'être des OPA. Celles-ci existent non pas pour satisfaire l'intérêt égoïste des dirigeants des sociétés initiatrices ou des actionnaires de la cible, mais pour la création des synergies, elles-mêmes créatrices de richesses. L'objectif annoncé par la loi a conduit certains commentateurs à la considérer comme étant une loi anti-OPA<sup>315</sup>. Cette vision binaire qui oppose les OPA au bien-être social est infondée pour les raisons exposées précédemment<sup>316</sup>. Le postulat de la loi Florange selon

<sup>313</sup> C. Deniaud, S. Vermeille, Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? op. cit.

<sup>314</sup> F. Barrière La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique, op. cit. ***nous soulignons***.

<sup>315</sup> F. Barrière, C. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA ? op. cit.

<sup>316</sup> Voir supra n°43 et s.

lequel les OPA sont intrinsèquement nuisibles est non seulement erroné, mais a aussi des impacts concrets sur l'attractivité du marché français :

**87. L'attractivité du marché français.** Dissuader les OPA donnerait l'image d'un marché français entravant le libre jeu des offres publiques, ce qui réduirait les investissements nationaux et étrangers dans les sociétés françaises cotées. En effet, lors de la transposition de la Directive OPA de 2004, il a été avancé que « l'adoption du régime [de l'article 9 comportant la neutralité du conseil d'administration] conforterait l'image de la France auprès des investisseurs étrangers »<sup>317</sup>.

**88. Fréquence des OPA.** Dissuader les OPA conduirait à une moindre profondeur du marché des entreprises et à une raréfaction du nombre des OPA finalement préjudiciable à (i) la liquidité du marché (notamment grâce à l'activité d'arbitrage participant à cette liquidité)<sup>318</sup> ; (ii) la valorisation des sociétés cotées sur la place de Paris ; (iii) et à la fonction disciplinaire du marché du contrôle des entreprises.

**89. Un objectif biaisé.** Dissuader les OPA montre que les rédacteurs de la loi ont été influencés par le biais de disponibilité qui est le fait de « porter un jugement sur une probabilité selon la facilité avec laquelle des exemples viennent à l'esprit, ce qui amènerait le plus souvent à prendre pour fréquent un évènement récent »<sup>319</sup>. En effet, les rapports parlementaires ont, à plusieurs reprises, cité les OPA Mittal sur Arcelor<sup>320</sup> et Alcan sur Pechiney<sup>321</sup> pour justifier la défiance vis-à-vis des OPA. Ces cas sont isolés et ne peuvent, en aucun cas, justifier l'adoption d'une loi entière qui bouleverse le fonctionnement d'un mécanisme dont les vertus sont majoritairement admises. Par ailleurs, il n'y a pas que le biais de disponibilité qui a influencé les rédacteurs de la loi, mais également le biais de négativité qui pousse les personnes lors d'un jugement ou d'une prise de décision à préférer les informations négatives aux positives. En effet, les rédacteurs de la loi ont préféré s'arrêter au milieu du chemin et à ne voir que le seul côté négatif des OPA. Une vision plus complète (et impartiale ?) conduirait également à affirmer que, dans le classement des 12 premières sociétés françaises en termes de capitalisation boursière, figurent 3 sociétés issues d'OPH, soit 25% des 12 premières sociétés du CAC 40 (BNP, Total et Sanofi)<sup>322</sup>. Autrement dit, il est vrai que certaines OPA (hostiles surtout) ont parfois de lourdes conséquences sur les parties prenantes, mais il n'est pas moins vrai que beaucoup de

<sup>317</sup> Rap. du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition, J.-F. Lepetit, 27 juin 2005

<sup>318</sup> Voir supra n°56.

<sup>319</sup> Sur la définition de ce biais, voir : <http://www.psychomedia.qc.ca/psychologie/biais-cognitifs>

<sup>320</sup> Rapport n° 1283 de la commission des affaires économiques sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel (n° 1037) par C. Valter enregistré le 17 juillet 2013, pp. 28-29.

<sup>321</sup> Rapport n° 1283 de la commission des affaires économiques sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel (n° 1037) par C. Valter enregistré le 17 juillet 2013, pp. 29-31.

<sup>322</sup> <https://investir.lesechos.fr/marches/palmares/capitalisations.html>.

champions nationaux, « *fleurons du paysage financier et industriel* »<sup>323</sup> ont été créés à la suite d'une OPH.

**90. Conclusion.** La place financière de Paris est classée 25<sup>e</sup> en termes d'attractivité en 2021<sup>324</sup>. Ce classement laisse perplexe et montre qu'il existe des dysfonctionnements qui doivent être pris au sérieux. Or, le fait qu'une loi traitant d'un sujet ayant un rôle considérable dans l'attractivité de la place financière de Paris n'a pas été précédée d'une étude d'impact est malheureux (désastreux, serions-nous tentés d'écrire). Cette absence d'état des lieux approfondi a conduit également les rédacteurs de la loi à considérer que la lutte contre l'actionnaire de court-terme qui ne s'intéresse pas à l'économie réelle est nécessaire pour préserver les entreprises.

## **2. Le court-termisme : la caricature<sup>325</sup> de la primauté actionnariale par la loi Florange :**

**91. Contexte.** Le court-termisme est un procès post-crise qui est fait à l'économie de marché en considérant les marchés financiers imparfaits et que les titres ne reflètent pas l'intérêt des actionnaires à long terme et l'activité de la société. C'est une imperfection qui surévaluerait la rentabilité à court terme au détriment de la rentabilité long terme, en raison de l'inefficacité des marchés sur le plan de l'information. Cette myopie conduit à l'autodestruction de tout le système économique. La deuxième partie du rapport Valter « favoriser les stratégies de long terme » s'est exclusivement concentré sur le problème du court-terme en considérant que : « Ainsi que l'a montré la crise financière, le système économique mondial souffre d'un grave déficit de régulation. L'un des défauts majeurs du système libéral mondialisé est qu'il est construit autour de *l'objectif de rémunération des actionnaires dont les perspectives sont essentiellement de court terme* »<sup>326</sup>. Cette vision, conduisant à faire de la primauté actionnariale un dessin caricatural, invite à faire plusieurs observations :

**92. Utilisation biaisée de la littérature.** Sur la forme, le rapport Valter choisit de manière sélective les études qui soutiennent son point de vue sur le court-termisme, tout en omettant de prendre en compte la littérature contraire, ce qui montre une utilisation biaisée de la littérature. Cette utilisation biaisée a conduit à un résultat biaisé qui met en œuvre des promesses électorales et qui ne fait que légitimer

<sup>323</sup> F. Barrière, C. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA ? op. cit.

<sup>324</sup> Classement tiré du « Global Financial centres index » de mars 2021 qui s'appuie sur 54 500 évaluations recueillies auprès de 8 549 professionnels du secteur de la finance, et tient compte également des critères plus larges, tels que la stabilité politique, le niveau de qualification de la main d'oeuvre, ou encore le niveau des infrastructures : [https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI\\_29\\_Full\\_Report\\_2021.03.17\\_v1.1.pdf](https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_29_Full_Report_2021.03.17_v1.1.pdf).

<sup>325</sup> Maître Bompoin illustre parfaitement cette caricature : « *Les actionnaires de court terme, je pense que vous en avez tous vu si vous allez sur le port de Saint-Tropez, ce sont ces gens qui dépensent les profits de la spéculation en fontaines de champagne à bord de leur yacht. C'est comme cela que l'on voit certainement l'actionnaire de court terme.* », D. Bompoin, Les actes du colloque - La réforme des offres publiques en cours : loi Florange, loi anti-OPA ? Revue Droit & Affaires n° 11, Avril 2013, 14.

<sup>326</sup> Rapport n° 1283 de la commission des affaires économiques sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel (n° 1037) par C. Valter enregistré le 17 juillet 2013, pp. 21, nous soulignons.

l'intervention des pouvoirs publics dans la gouvernance d'entreprise. Une étude plus complète sur le phénomène du court-termisme conduirait plutôt à conclure que la démonstration scientifique ne révèle aucun problème endémique de court-termisme qui menacerait les entreprises<sup>327</sup> ;

**93. Incohérence conceptuelle.** Le rapport Valter lie la primauté actionnariale au court-termisme, ce qui est un oxymore<sup>328</sup>. En effet, la valeur actionnariale est un concept à long terme par nature puisque, par définition en finance, il s'agit de la valeur actuelle de tous les flux de trésorerie futurs. Ainsi, « *si le court-termisme est un problème, le remède consiste à se concentrer davantage sur la valeur actionnariale plutôt que moins* »<sup>329</sup> ;

**94. Caricature des activistes.** En plus de la caricature de la primauté actionnariale, il y'a une autre caricature réservée aux fonds activistes (notamment les fonds d'arbitrage en période d'OPA), considéré comme l'incarnation même du court-termisme et de tous les maux de société. Or, la recherche académique moderne démontre par des preuves empiriques que l'activisme actionnarial est plutôt synonyme d'innovation<sup>330</sup>, d'amélioration de la productivité du travail<sup>331</sup>, d'engagement environnemental<sup>332</sup>, etc. ;

**95. Confusions.** (i) la critique des transactions à court terme confond la période de détention d'un investisseur avec l'orientation de celui-ci. Or, un « investisseur peut vendre des actions à court terme mais fonder sa décision sur une analyse des perspectives à long terme de l'entreprise »<sup>333</sup>. (ii) elle confond, d'une part les problèmes d'horizon temporel et la répartition des richesses, et d'autre part, le problème des externalités<sup>334</sup>. Il est vrai que l'activité de l'entreprise peut générer des externalités négatives, mais il revient à la réglementation de résoudre ces problèmes-là<sup>335</sup> ;

**96. Solution erronée à un problème erroné.** Lorsque les dirigeants sont préoccupés par le cours des actions à court terme, ils réduisent les investissements et les emplois<sup>336</sup>, mais la solution à ce problème

<sup>327</sup> Critique adressée au Rapport EY, voir par ex. : The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique, op. cit.

<sup>328</sup> A. Edmans, Why shareholder capitalism benefits wider society, 26 mai 2021, disponible: <https://voxeu.org/article/why-shareholder-capitalism-benefits-wider-society>.

<sup>329</sup> Ibidem., nous soulignons.

<sup>330</sup> Brav, A, W Jiang, S Ma and X Tian (2018), "How does hedge fund activism reshape corporate innovation?", *Journal of Financial Economics* 130: 237–64.

<sup>331</sup> Brav, A, W Jiang and H Kim (2015), "The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes", *Review of Financial Studies* 28: 2723–69.

<sup>332</sup> Chu, Y, and D Zhao (2019), "Green hedge fund activists", SSRN Working Paper.

<sup>333</sup> A. Edmans, Why shareholder capitalism benefits wider society, op. cit.

<sup>334</sup> Critique adressée au Rapport EY, voir par ex. : The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique, op. cit.

<sup>335</sup> Voir supra n° 26 et s.

<sup>336</sup> Almeida, H, V Fos and M Kronlund (2016), "The real effects of share repurchases", *Journal of Financial Economics* Volume 119, Issue 1, January 2016, Pages 168-185.

ne consiste pas à faire des managers les protecteurs de l'actionnariat à long-terme, surtout qu'au fond, ils ne sont pas incités à le faire ni par la structure de leur rémunération ni par le régime de révocation<sup>337</sup>. Ainsi, il faut plutôt s'attaquer aux facteurs court-termistes qui peuvent être destructeurs de valeur, c'est-à-dire aux incitations des actionnaires et des dirigeants, plutôt qu'à une catégorie de personnes en particulier (les actionnaires à horizon court terme). Par ailleurs, la loi Florange a conclu qu'il fallait transférer le pouvoir dans le cadre d'une OPA des actionnaires au *board* pour préserver l'actionnariat à long terme et l'intérêt des parties prenantes. Or, il a été démontré que le fait de demander aux dirigeants de servir les actionnaires à court ou à long terme n'a aucun effet sur le bien-être des parties prenantes<sup>338</sup>. Plus encore, les dirigeants qui servent les actionnaires à long terme peuvent extraire de la valeur qui appartiendrait normalement aux parties prenantes<sup>339</sup>. Il n'est pas ainsi évident en pratique que l'alignement des actionnaires à long terme sur les intérêts des parties prenantes sera meilleur ou pire que ceux des actionnaires à court terme ;

**97. Un discours simple, une réalité complexe.** Le discours du court-termisme est très simplificateur des marchés financiers. En effet, les actionnaires de long terme (actionnaires institutionnels notamment) sont de plus en plus puissants, ce qui rend les entreprises hostiles aux politiques qui sacrifieraient le long terme. Par ailleurs, la caricature du marché financier ne tient pas compte de la complexité des situations et omet que dans le marché existe une panoplie d'investisseurs : « L'actionnariat d'une société cotée visée par une offre publique est un melting pot où se côtoient des arbitragistes, des hedge funds, qui vont prendre des positions au moment de l'annonce de l'offre mais également des dirigeants, des fondateurs, des actionnaires industriels, l'État, la Caisse des Dépôts, Bpifrance, des investisseurs institutionnels, français et étrangers, des salariés ou encore des actionnaires individuels. Toute une série de protagonistes ayant des préoccupations diverses et parfois divergentes. Or, l'initiateur devra nécessairement répondre aux attentes de la majorité de ces catégories d'individus s'il souhaite que son offre soit couronnée de succès »<sup>340</sup> en raison du seuil de caducité. L'initiateur devra satisfaire non seulement les actionnaires en quête d'une prime élevée qui ne représentent qu'une fraction réduite du capital, mais également l'État actionnaire, les actionnaires salariés, etc. Ainsi, à supposer que les fonds activistes et les fonds d'arbitrage aient une vision court-terme, en période d'OPA, ils ne détiennent généralement que 10% maximum des titres de la société. Serait-il alors logique d'abandonner le principe de neutralité par crainte que ces 10% influencent le

<sup>337</sup> Voir infra. n°141 et s.

<sup>338</sup> Fried, Jesse M., *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders* (February 26, 2014). 124 *Yale Law Journal* 1554-1628 (2015), ECGI - Law Working Paper No. 200.

<sup>339</sup> Par exemple : Les actionnaires de long-terme de l'entreprise Wal-Mart ont bâti leur fortune en surpayant les employés, Voir : Ben Jacobs et al., *Living Wage Policies and Big-Box Retail: How a Higher Wage Standard Would Impact Walmart Workers and Shoppers*, UNIV. OF CAL., BERKELEY CENTER FOR LAB. RESEARCH & EDUC. 1-2 (2011).

<sup>340</sup> D. Forni, *Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange*, op. cit.

choix des 90% ? Autrement dit, les fonds d'arbitrage ne peuvent rien gagner seul et ont besoin du soutien des autres actionnaires (État, institutionnel, salariés, etc.).

**98. Conclusion.** Opposer les actionnaires court-terme (le mal) aux actionnaires long-terme (le bien) est une vision manichéenne de l'entreprise et du marché financier. Or, en réalité, le court-termisme est considéré par la littérature financière et économique comme un problème parmi d'autres auquel la gouvernance doit s'attaquer, mais qui nécessite des solutions efficaces basées sur des preuves rigoureuses et non des solutions radicales, par exemple : des formules financières qui récompensent les dirigeants pour leurs résultats à long terme<sup>341</sup>.

**99. Conclusion du I.** Le transfert de la capacité défensive de l'assemblée générale au conseil d'administration s'est fait dans la douleur. Les intérêts de la société, des actionnaires, du marché et des parties prenantes sont lésés par ce choix infondé économiquement : (i) la loi ne prend pas en compte les conflits d'intérêts des administrateurs ainsi que la légitimité actionnariale ; (ii) les problèmes que la loi souhaitait combattre tel que les OPA et le court-termisme sont des faux problèmes auxquels la loi apporte de mauvaises solutions. Ainsi, le modèle le plus favorable à tous les intervenants en période d'OPA est celui de la primauté actionnariale, ce modèle implique l'existence de plusieurs garanties pour que le droit des OPA soit efficace.

## **II. Les implications de la primauté actionnariale en période d'OPA :**

**100. Dura lex sed lex.** Maintenant que le choix du législateur français a été celui de l'effritement du droit des actionnaires, il faut entourer ce choix de plusieurs garanties afin de ne pas sacrifier totalement le droit des actionnaires pendant le processus d'OPA : d'abord, sur le terrain du droit positif, il existe certaines mesures garantissant le droit des actionnaires. (A). Ensuite, sur le terrain du droit prospectif, il est nécessaire, à minima, de renforcer le contrôle des actionnaires sur le prix (B).

### **A. Au niveau du droit positif :**

En droit, en plus des règles de bonne conduite du conseil d'administration (1), l'actionnaire dispose de quelques moyens d'action s'il est mécontent des défenses mises en place par la cible (2).

#### **1) Les règles de bonne conduite du conseil d'administration :**

---

<sup>341</sup> Jessop, Julian, Shareholders, Not Politicians, Should Decide on Takeovers (April 13, 2018). Institute of Economic Affairs Monographs, Forthcoming.

Des règles de bonne conduite doivent s'imposer à tout administrateur lors de l'adoption des défenses anti-OPA pour réduire le plus possible le risque de conflit d'intérêts et pour prendre en compte l'intérêt des actionnaires. Les règles et recommandations sont les suivantes :

**101. Le conseil d'administration doit prendre une décision en connaissance de cause.** L'abandon du principe de neutralité est notamment fondé sur la situation d'asymétrie d'information entre l'actionnaire et le *board*. Partant, le conseil d'administration doit s'informer rigoureusement sur le projet de l'initiateur et sur l'impact de l'OPA sur la société. Parmi les facteurs déterminants qui vérifient cette règle, il existe la manière dont l'OPA a été négociée, la manière dont les informations ont été divulguées aux actionnaires et la manière dont les votes des actionnaires ont été organisés<sup>342</sup>. Par exemple, en droit comparé, la Cour suprême du Delaware a considéré que le conseil d'administration n'a pas fait preuve d'un jugement commercial éclairé lorsqu'il a approuvé la vente de la société quelques minutes seulement après la réception de l'offre, sans l'exigence d'une crise ou d'une urgence<sup>343</sup>.

**102. Indépendance des administrateurs.** Il est acquis que les administrateurs ne sont pas désintéressés de l'OPA. Il est donc recommandé la création d'un comité spécial d'administrateurs indépendants qui dirige les négociations de l'OPA, ce qui permettra d'éviter toute sorte de dérives. En effet, « l'importance des enjeux commande une certaine vigilance par un renforcement du rôle des administrateurs indépendants et par le recours à des conseils extérieurs indépendants »<sup>344</sup>. L'indépendance concerne non seulement les administrateurs qui sont, depuis la loi Florange, en première ligne dans l'adoption des défenses anti-OPA, mais également les conseillers juridiques et financiers<sup>345</sup>. Le Professeur Viandier recommande ainsi qu'à l'instar de l'OPA Club Méditerranée, qu'un comité stratégique ou un comité ad hoc soit tenu informé des orientations arrêtées par la direction générale pour qu'il puisse éclairer le conseil d'administration dans ses démarches défensives<sup>346</sup>.

**103. Les défenses : un équilibre entre la fréquence des offres et la valeur du prix.** Pour les défenses, le conseil d'administration d'une société cible devrait arbitrer entre l'effet de réduction des offres des défenses anti-OPA et leur effet de maximisation du surplus<sup>347</sup>. Autrement dit, le CA dans le cadre des

<sup>342</sup> T. Kirchner, *Merger arbitrage*, op. cit.

<sup>343</sup> Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

<sup>344</sup> Alain Viandier, *OPA/OPE*, op. cit.

<sup>345</sup> L'indépendance de ces conseillers est un sujet très important. On l'a vu avec l'OPA de Veolia sur Suez où Veolia a fait une sommation interpellative à certains commentateurs économistes et juridiques en décembre 2020. C'est à ce titre que le Professeur Bonneau a affirmé lors d'un colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa » que lorsqu'un Professeur universitaire intervient dans une affaire dans laquelle il est intervenu en qualité de consultant, il doit déclarer ses intérêts lors d'une prise de position sur cette affaire-là. Une fois la déclaration est faite, la liberté d'expression prend le relais.

<sup>346</sup> Alain Viandier, *OPA/OPE*, op. cit.

<sup>347</sup> Gilson, Ronald J. and Schwartz, Alan, *An Efficiency Analysis of Defensive Tactics*, op. cit.

défenses adoptées, doit trouver un juste milieu entre les effets de négociation du prix et les effets de dissuasion de survenance d'autres offres.

**104. Éviter les défenses radicales.** Le CA doit s'abstenir de mettre en œuvre des défenses préjudiciables pour la société et ses actionnaires. Par exemple, si le conseil décide la vente des actifs stratégiques (*sale of crown jewels*) pour rendre la cible moins attrayante, la vente doit se faire dans le cadre d'un projet stratégique et non pas pour permettre au conseil de garder le contrôle de la société, sans tenir compte des meilleurs intérêts réels de la société. Cette stratégie suicidaire de la terre brûlée doit être évitée vu la situation de conflits d'intérêts des administrateurs.

**105. Justification des défenses.** Si le conseil met en œuvre des défenses efficaces de nature à inciter l'initiateur à renoncer à son offre et à priver les actionnaires de leurs droits, il doit apporter à ces actionnaires une justification convaincante. Il doit prouver que ces défenses-là n'ont pas pour seul but le maintien en fonction des dirigeants, mais ont plutôt un intérêt pour la société et ses actionnaires.

En plus de ces règles de bonne conduite imposées au conseil d'administration, les actionnaires disposent de plusieurs moyens d'action.

## **2) Les moyens d'action des actionnaires :**

**106.** Si les actionnaires n'ont pas inséré dans les statuts le principe de neutralité, ils ont à minima un rôle de vigilance qui sera accompli via plusieurs moyens de défense. En effet, pour contester les défenses anti-OPA, l'actionnaire peut<sup>348</sup> : (i) demander à l'AMF de faire usage de son pouvoir d'injonction prévu à l'article L. 621-14 du code monétaire et financier<sup>349</sup>. En effet, en vertu de cet article l'AMF peut ordonner qu'il soit mis fin à tout manquement portant atteinte au bon fonctionnement des marchés ; (ii) demander en justice la convocation d'une assemblée générale ordinaire réunie extraordinairement pour la révocation des administrateurs<sup>350</sup> ; (iii) demander en justice la convocation d'une AGE pour retirer les délégations de pouvoir ou introduire dans les statuts du principe de neutralité. Ces deux dernières demandes [(ii) et (iii)] se heurtent à deux difficultés : les conditions de quorum et de majorité ; l'actionnaire doit prouver que la demande répond à l'intérêt social<sup>351</sup> ; (iv) demander en référé ou sur requête la suspension des effets de la délibération du CA sur le fondement

<sup>348</sup> L'exposé de ces moyens d'actions est, en autres, inspiré de l'intervention du Professeur Shemidt (D), « Les moyens d'action des minoritaires mécontents des défenses anti-OPA mises en place par la société cible », Colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa ».

<sup>349</sup> D. Feroni, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, op. cit.

<sup>350</sup> L225-103-II,2 du Code de commerce.

<sup>351</sup> Shemidt (D), « Les moyens d'action des minoritaires mécontents des défenses anti-OPA mises en place par la société cible », Colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa ».

des articles 872, 873 et 875 du Code de procédure civile<sup>352</sup>. Le dossier Veolia/Suez a connu une application de l'article 875 puisque Veolia a obtenu du tribunal de commerce de Nanterre l'interdiction à Suez d'activer et de rendre irréversible la fondation néerlandaise jusqu'à l'issue d'une assemblée générale qui statuera sur cette défense<sup>353</sup> ; (v) demander une expertise de gestion en vertu de l'article L225-31 du Code de commerce ; (vi) demander à l'AMF de faire respecter les principes directeurs de droit boursier de l'article 231-3 du RG AMF. Par exemple, par un communiqué du 2 avril 2021 l'AMF, sans interdire les défenses, a considéré que les défenses de Suez sont contraires aux principes directeurs de droit boursier<sup>354</sup> ; (vii) demander l'annulation des mesures anti-OPA pour violation des règles impératives. Par exemple, si une défense est de nature à entraver la révocation ad nutum des administrateurs, elle serait susceptible d'annulation de la part des tribunaux<sup>355</sup>. (viii) agir en responsabilité contre les administrateurs<sup>356</sup> ;

**Conclusion.** Au niveau du droit positif, le cadre juridique français peut contenir des règles de bonne conduite des administrateurs et offre également aux actionnaires des moyens de contestation des mesures anti-OPA adoptées par le conseil d'administration. Néanmoins, ces mesures-là demeurent très limitées et peuvent avoir un coût important pour les actionnaires. C'est ainsi qu'il est proposé sur le terrain du droit prospectif la possibilité de contestation du prix offert par l'initiateur.

## **B. Au niveau du droit prospectif : la possibilité de contestation du prix :**

Le régime actuel de l'expertise indépendante et de fixation de prix en cas d'OPA volontaire (1), appelle à s'interroger sur l'opportunité de sa modification (2).

### **1. Rappel du régime de fixation et de contestation du prix :**

**107. Libre fixation du prix.** Pour les offres publiques, la directive n°2004/25/CE sur les offres publiques d'acquisition n'exige le caractère « équitable » du prix de l'offre que pour les offres obligatoires. Pour ce qui est des offres volontaires, l'initiateur est libre dans la fixation du prix, dans le sens où le prix est celui que le marché validera par le succès de l'offre<sup>357</sup>. Cette conception réduit fortement le pouvoir de l'AMF en matière de contrôle de prix des offres<sup>358</sup>.

<sup>352</sup> *Ibidem*.

<sup>353</sup> TC Nanterre, 19 novembre 2020.

<sup>354</sup> Communiqué de l'AMF du 02 avril 2021, voir infra. n° 185.

<sup>355</sup> Schmidt (D), « Les moyens d'action des minoritaires mécontents des défenses anti-OPA mises en place par la société cible », Colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa »

<sup>356</sup> Voir infra. n° 158 et s.

<sup>357</sup> F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, Le prix dans les offres publiques –, in Les offres publiques d'achat.

<sup>358</sup> F. Barrière, C. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA ? op. cit.

**108. L'expertise indépendante.** Le rapport du groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot, membre du collège de l'AMF, intitulé « *Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées* »<sup>359</sup> a inspiré le régime du RG AMF de l'expertise indépendante en période d'OPA. C'est à l'article 261-1 du RG AMF que le rapport du groupe de travail a porté ses fruits<sup>360</sup>. Selon cet article, la désignation d'un expert indépendant<sup>361</sup> par la société cible intervient lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration. La désignation d'un expert indépendant n'est prévue qu'à titre facultatif du côté de l'initiateur selon l'article 261-3 RG AMF. Le contrôle de l'AMF de la conformité du projet d'offre porte notamment, selon l'article 231-21, sur les conditions financières de l'offre<sup>362</sup>, au regard notamment du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du conseil d'administration. Ainsi, le contrôle de l'AMF se limite à vérifier que l'information fournie pour apprécier le prix proposé est correcte. En effet, si auparavant, l'AMF devait examiner « *le prix ou la parité d'échange, en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée* »<sup>363</sup>, actuellement elle n'a pas à vocation à examiner les prix des offres. En consultant les précédentes OPA, on remarque que l'AMF a parfois sanctionné le prix de l'offre non pas pour des raisons tenant aux modes d'évaluation ou du caractère équitable du prix, mais pour la qualité de l'information fournie aux actionnaires par l'initiateur<sup>364</sup>. Néanmoins, la plupart du temps elle s'est refusé de procéder à un contrôle de fond. Il en va de même pour la jurisprudence de la Cour d'appel de Paris qui a estimé que l'AMF n'avait pas à examiner l'expertise indépendante sur le fond et qu'il n'appartient pas également à la juridiction d'examiner le bien-fondé de l'expertise indépendante, mais uniquement de s'assurer que cette expertise avait bien pris en compte les arguments de la contre-expertise faite par les actionnaires minoritaires<sup>365</sup>. Ainsi, si les minoritaires ont la plupart du temps contesté le prix de l'offre, ni l'AMF ni la cour d'appel de Paris n'ont véritablement contrôlé le prix, leur contrôle étant strictement limité à l'application des méthodes retenues pour la détermination du prix ou pour son appréciation<sup>366</sup>.

Selon certains auteurs<sup>367</sup>, cette situation est soutenable dans la mesure où (i) l'AMF n'est pas juge du prix ; (ii) le fait d'ouvrir la porte du contrôle du prix conduirait à tarir un contentieux sur la recevabilité

<sup>359</sup> Rapport du groupe de travail sur l'évaluation financière présidé par M. Jean-Michel Naulot - Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées.

<sup>360</sup> A. PIETRANCOSTA, « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », RTDF, n° 3, 2006, p. 4 à 14.

<sup>361</sup> Pour le régime de l'expertise d'indépendante, voir notamment : A. PIETRANCOSTA, « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », op. cit. ; La réforme des offres publiques d'acquisition, F.-M. Laprade & G. Giuliani, La réforme des offres publiques d'acquisition, op. cit. ; F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, Le prix dans les offres publiques, op. cit.

<sup>362</sup> Sur la notion de conditions financière de l'offre, voir notamment F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, Le prix dans les offres publiques, op. cit.

<sup>363</sup> L'article 231-23 ancien du RGAMF.

<sup>364</sup> OPA Altice sur SFR.

<sup>365</sup> OPA Capgemini sur Altran.

<sup>366</sup> D. Schmidt, Les droits des minoritaires et les offres publiques, D. 2007, p. 1887.

<sup>367</sup> F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, Le prix dans les offres publiques, op. cit.

puisque, par ce contrôle, le juge quitterait le contrôle formel de la méthode pour entrer dans le contrôle fondamental du prix (iii) le contrôle conduirait à une dénaturation de la règle d'appréciation du prix pour en faire une règle de fixation du prix comme c'était le cas dans l'affaire Schneider Legrand<sup>368</sup>.

**109. Conclusion.** L'atteinte aux droits des minoritaires peut non seulement provenir des abus du conseil d'administration de la cible lors de l'adoption des défenses anti-OPA, mais également de l'initiateur lors de la fixation du prix. L'autorité financière ainsi que les juridictions de droit commun ne s'efforcent ni à vérifier le prix proposé par l'initiateur ni à vérifier la qualité de l'expertise indépendante<sup>369</sup> opérée par la cible. Cette situation est fortement préjudiciable aux actionnaires qui n'ont ni le pouvoir d'adopter des mesures anti-OPA ni le pouvoir de contester les prix. Se pose ainsi la question de l'opportunité d'une modification des règles de fixation du prix de l'offre.

## **2. L'opportunité de la modification des règles relatives à la contestation du prix de l'offre :**

**110. Propos introductifs.** Depuis plus d'un siècle, Roscoe Pound a attiré l'attention sur le clivage entre « *le droit dans les livres* » (les règles juridiques) et « *le droit en action* » (l'application des règles juridiques)<sup>370</sup>. L'écart entre les deux constitue une entrave à une « bonne justice ». En droit des OPA français, le droit dans les livres assure une expertise indépendante à l'initiative de la société cible lorsque l'initiateur détermine librement le prix des actions, mais le droit en action est très limité pour le contrôle de ce prix. On pourrait se demander alors s'il est opportun **d'ouvrir la voie du contentieux aux actionnaires mécontents du prix de l'offre**, non pas pour contester les conditions de mises en œuvre du prix (indépendance de l'expert, la qualité de l'information, etc.), mais pour essayer d'obtenir un jugement qui évaluera la valeur réelle des actions lors de la réalisation de l'opération.

**111. Droit comparé.** Au Delaware, il existe des droits d'évaluation (« *appraisal rights* ») ouverts à l'actionnaire mécontent du prix payé par l'initiateur. Ces droits sont considérés comme étant un contrat implicite qui protège les actionnaires des abus du management et des actionnaires majoritaires<sup>371</sup>. La procédure des droits de l'évaluation est strictement encadrée pour éviter l'inondation des tribunaux par les affaires d'évaluation<sup>372</sup>. Le non-respect de cette procédure entraîne la nullité de la procédure. Par ailleurs, les droits d'évaluation ne s'appliquent qu'aux transactions comprenant ou consistant

<sup>368</sup> CA, Paris, 1<sup>er</sup> ch, 3 mai 2001.

<sup>369</sup> Les critères d'indépendance de l'expert ne prennent pas en compte la réalité du marché de l'expertise indépendante en pratique où quelques cabinets d'expertise partagent les parts de marché, ce qui crée une situation de « *repeat players* ». Cette situation dissuade les experts de contester considérablement la valorisation d'une société par crainte de ne plus être sollicité dans d'autres OPA.

<sup>370</sup> Roscoe Pound, *Law in Books and Law in Action*, 44 Am. L. Rev. 12 (1910).

<sup>371</sup> T. Kirchner, *Merger arbitrage*, op. cit.

<sup>372</sup> Pour la procédure exacte, voir T. Kirchner, *Merger arbitrage*, op. cit. et la section 262 de la loi générale sur les sociétés du Delaware (DGCL).

exclusivement en une contrepartie en espèces, et les actionnaires doivent au moins détenir une participation minimale de 1 million de dollars ou 1 % des actions en circulation de la société<sup>373</sup>. En cas de gain de cause, l'actionnaire reçoit le produit de l'évaluation du tribunal majoré par un taux d'intérêt de 5%<sup>374</sup>. Néanmoins, depuis 2016, les entreprises peuvent réduire le montant des intérêts qu'elles paient sur les indemnités accordées en offrant une partie ou la totalité de la proposition au demandeur d'évaluation au début du litige<sup>375</sup>. Il est à noter enfin que le juge détermine la valeur de l'entreprise sans prendre en considération les synergies entre l'initiateur et la cible.

**112. Les bénéfices de l'introduction des droits d'évaluation en droit français.** Les avantages d'une telle procédure en France sont les suivants : (i) la protection des actionnaires minoritaires contre les actionnaires majoritaires qui vendent à des prix inférieurs à ceux du marché, que ce soit en raison d'une négligence, d'un accord interne entre l'actionnaire majoritaire de la société cible et l'acquéreur, ou de tout autre manquement au devoir du conseil d'administration d'obtenir le meilleur prix possible<sup>376</sup>. Les droits d'évaluation servent ainsi de moyen de limitation des coûts d'agence ; (ii) les droits d'évaluation garantissent aux actionnaires la juste valeur de la société cible, telle que déterminée par une procédure judiciaire<sup>377</sup> ; (iii) des études ont montré que les recours d'évaluation ont conduit à des primes de prise de contrôle plus élevées et à des rendements anormaux plus élevés reçus par les actionnaires de la cible<sup>378</sup>. D'autres études n'attribuent pas cet effet d'augmentation aux recours d'évaluation, mais au comportement des initiateurs qui tendent à prévenir toute surenchère par des offres concurrentes<sup>379</sup> ;

**113. Les coûts.** En dépit de ces avantages, la procédure présente également plusieurs inconvénients : (i) l'augmentation des coûts transactionnels ; (ii) l'inondation des tribunaux par les recours des actionnaires, la procédure pouvant se transformer en une technique d'arbitrage<sup>380</sup>, ce qui présente un risque d'abus de la part des *hedge funds* exerçant cette activité ; (iii) l'interventionnisme judiciaire qui peut nuire au bon fonctionnement du marché, d'autant que les juges ne sont pas idéalement équipés ou formés pour évaluer la valeur d'une société ; (iv) les délais de traitement judiciaires sont assez longs en France, ce qui déprécie la valeur des indemnités pouvant être obtenues en justice.

---

<sup>373</sup> DGCL 262(g).

<sup>374</sup> DGCL 262(h).

<sup>375</sup> DGCL 262(h) & Appraisal: shareholder remedy or litigation arbitration? 2016

<sup>376</sup> Huang, Yuxiao and Jetley, Gaurav and Ji, Xinyu, Has the Strengthening of Appraisal Rights Led to an Increase in Takeover Premiums? (March 25, 2021).

<sup>377</sup> *Ibidem*.

<sup>378</sup> Boone, Audra L., Brian Broughman, and Antonio J. Macias, "Merger Negotiations in the Shadow of Judicial Appraisal," *The Journal of Law and Economics*, Vol. 62, No. 2, 2019, pp. 1-50 ("Boone *et al.* 2019"), p. 1.

<sup>379</sup> Calcagno, Riccardo, and Sonia Falconieri, "Competition and dynamics of takeover contests," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 26, 2013, pp. 33-56.

<sup>380</sup> Jiang, Wei and Li, Tao and Mei, Danqing and Thomas, Randall S., Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage? (April 20, 2016). *Journal of Law and Economics*, Vol. 29(3), No. 697-729, 2016, Columbia Business School Research Paper No. 16-31.

**114. L'équilibre.** En confrontant les avantages et inconvénients, on pourrait aboutir à une solution équitable si l'on met certains rééquilibrages dans la procédure de recours.

Premièrement, à l'instar du droit du Delaware, il est possible de fixer des conditions strictes à respecter préalablement à l'exercice de l'action : (i) procédure détaillée à suivre préalablement au recours, à peine de nullité de celui-ci ; (ii) un seuil minimum en valeur et/ou en nombre d'actions détenues par l'actionnaire ; (iii) limitation des recours aux OPA à l'exclusion des OPE

Deuxièmement, pour éviter l'inondation des tribunaux, il est possible de mettre des obstacles à l'action tels que la règle « *perdant paye* ». Si l'actionnaire n'obtient pas gain de cause par la modification du prix, les frais de justice devraient être mis à sa charge. En contrepartie de ce risque, il est évident que l'éventuelle modification de prix obtenue du jugement ne profitera qu'aux seuls actionnaires qui ont contesté le prix. De même, pour éviter une surcharge de dossiers dans les tribunaux, on pourrait penser à une possibilité de compromis entre l'initiateur et les minoritaires par un paiement précaire ou même une transaction privée entre les deux parties.

Troisièmement, s'agissant de l'interventionnisme judiciaire et de « l'incompétence » des juges à évaluer la valeur de la société, cet argument méconnaît le fonctionnement des juridictions. Les juges représentent un tiers objectif qui recueille des informations auprès des experts avant de rendre une décision. Lorsqu'un juge en droit pénal connaît une affaire de meurtre, il se réfère aux résultats de l'autopsie présentés par l'expert médical. Il en va de même pour le juge en cas d'OPA. Si les actionnaires minoritaires présentent un rapport d'un expert qui contredit soit le prix offert par l'initiateur ou l'expertise intentée par l'une des parties, le juge devrait ordonner une contre-expertise afin qu'il puisse déterminer le prix de l'offre à sa juste valeur. Cette solution ne contredit pas la directive OPA dans la mesure où celle-ci reste silencieuse sur le prix dans le cadre d'une OPA volontaire. Plus encore, l'esprit de la directive, orienté vers la primauté actionnariale, commande cette solution. Enfin, l'interventionnisme judiciaire n'est pas à craindre dans ce cas précis, car le juge intervient pour servir un objectif légitime qui est la protection des actionnaires minoritaires. Autrement dit, les droits d'évaluation n'auront aucun impact sur le fonctionnement du marché, la preuve en est que la place financière la plus attractive du monde connaît ces droits-là.

Enfin, s'agissant des délais de traitement judiciaire, c'est l'actionnaire minoritaire qui les supporte in fine. En effet, les droits de l'évaluation n'ont aucune incidence sur le calendrier de l'OPA. Ainsi, connaissant les délais judiciaires en France, si l'actionnaire engage cette procédure, il le fera en

connaissance de cause. On pourrait même penser à le récompenser pour son attente s'il obtient gain de cause par l'accumulation des intérêts préjudiciables sur le montant de l'attribution finale.

Par conséquent, l'analyse de l'efficacité (coûts / bénéfices) de l'introduction des droits d'évaluation en France semble pencher en faveur de l'opportunité d'une telle introduction pour la protection des droits des minoritaires. En effet, à chaque inconvénient (coût) peut correspondre une solution adéquate qui permet d'atténuer les effets pervers du recours.

**115. Conclusion partie I.** La gouvernance d'entreprise joue un rôle important dans l'efficacité du marché des OPA. La France a eu la fautive idée de basculer d'un modèle actionnarial direct à un modèle directorial indirect. À supposer que le modèle directorial soit efficace, il aurait fallu au moins réaliser une étude d'impact sérieuse pour montrer cette efficacité. À la place d'une telle étude, le pouvoir législatif s'est borné à dessiner une caricature du modèle de la primauté actionnariale. Cette tendance à simplifier des notions complexes ne joue qu'en faveur des rédacteurs de la loi, car elle permet de légitimer leurs positions sans le moindre effort de démonstration scientifique et intellectuel.

L'intérêt de la société dans son ensemble se trouve lésé par une telle démarche. Le marché et les actionnaires sont les premières victimes, les grands vainqueurs sont les dirigeants et il est faux de penser que les parties prenantes sont également gagnantes. En effet, tout le paradoxe de la théorie des parties prenantes c'est qu'elle ne protège pas efficacement les parties qu'elle prétend protéger. C'est cette théorie qui a inspiré la loi Florange et qui a des impacts concrets sur les pouvoirs des intervenants dans les OPA en France, un impact source d'insécurité juridique.

## **PARTIE II : L'IMPACT DE LA *STAKEHOLDER APPROACH* SUR LES POUVOIRS DES INTERVENANTS DANS LES OPA EN FRANCE : UNE SOURCE D'INSÉCURITÉ JURIDIQUE**

La théorie des parties prenantes ne se limite pas à de simples déclarations sans effets pratiques. Si ça peut être le cas dans certaines juridictions prônant d'une manière claire la primauté actionnariale, ce n'est pas le cas dans les juridictions ayant une tradition *stakeholders*, comme la France. En effet, **l'impact fondamental de cette approche tourne autour de l'insécurité juridique**, pourtant principe essentiel dans un État de droit. Ainsi, la *stakeholder approach* a favorisé la montée d'un « managérialisme » (*Chapitre 1*) et d'un pouvoir renforcé des parties prenantes dans le processus d'OPA (*chapitre 2*), les deux présentant un risque accru d'insécurité juridique.

### **CHAPITRE 1 : L'IMPACT DE LA *STAKEHOLDER APPROACH* SUR LES POUVOIRS DES DIRIGEANTS : LA MONTÉE DU « MANAGÉRIALISME », SOURCE D'INSÉCURITÉ JURIDIQUE**

Le capitalisme français est marqué par des interconnexions étroites entre les pouvoirs politiques et managériaux, un capitalisme de connivence qui explique le prisme pro-managers en droit des affaires. Cette toute-puissance des managers s'observe en droit des OPA d'une manière surprenante et conduit à une montée renforcée du « managérialisme » favorisée par l'imprécision de la notion d'intérêt social (I). Cette montée doit être nuancée au regard des limites à la capacité défensive des dirigeants (II).

#### **SECTION 1 : UNE MONTÉE RENFORCÉE PAR L'IMPRÉCISION DE LA NOTION D'INTÉRÊT SOCIAL**

Les managers, en vertu du pouvoir discrétionnaire dont ils disposent, sont censés servir l'intérêt des *stakeholders* en période d'OPA. Néanmoins, un regard lucide sur la pratique montre que la situation ne se présente pas avec une telle facilité. Les *managers* utilisent leur pouvoir discrétionnaire pour servir leurs propres intérêts en instrumentalisant la notion d'intérêt social (I). Cette instrumentalisation pose la question de restreindre la notion d'intérêt social dans l'adoption des défenses anti-OPA, d'où l'opportunité de *lege ferenda* d'apprécier les défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires (II).

##### **I. L'instrumentalisation de la notion d'intérêt social par les dirigeants :**

L'intérêt social est un concept à multiples applications en droit des OPA qui a fait l'objet d'une évolution depuis le Règlement n°89-03 de la COB jusqu'à la modification du RG AMF suite à la loi

Florange. Il convient ainsi d'en analyser la portée (A). Par ailleurs, la complexité de la notion est incompatible avec le fonctionnement des OPA et avec l'intérêt des parties à l'offre. Cette situation ouvre la porte à certains dirigeants malintentionnés de profiter de l'ambiguïté de la notion pour servir des fins purement personnelles, d'où les dérives de la notion dans le cadre de l'OPA (B).

### **A. La portée de l'intérêt social en période d'OPA :**

Si la question d'intérêt social peut se poser dans le cadre des *break-up fees agreements*<sup>381</sup>, l'intérêt social se manifeste surtout, en période d'OPA, à travers l'avis motivé du CA dans la note d'information (1) et dans l'appréciation des défenses anti-OPA (2).

#### **1. L'intérêt social et l'avis motivé du conseil d'administration :**

**116.** L'article 231-19 du RG AMF impose aux dirigeants de rédiger un avis motivé sur l'offre d'achat afin d'éclairer les actionnaires dans leur décision d'apporter ou non leurs titres, en tenant compte de « *l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés* ». Cette position est celle adoptée par la section B.2 du *Takeover Code anglais* et l'art. 9 § 5 de la Directive OPA qui fait écho au considérant 17 et qui dispose que « *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 quant aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi* ». Ainsi, le CA est investi d'une mission plus large que celle d'un agent fiduciaire envers les actionnaires puisqu'il doit, dans son avis, dépasser l'intérêt des actionnaires et fonder sa position sur l'intérêt social dans sa portée élargie. La présence des salariés au sein des CA renforcera cette logique puisqu'elle constitue une incitation considérable aux administrateurs, surtout salariés, dans la prise en compte de l'intérêt social élargi<sup>382</sup>.

**117.** Cette approche est également adoptée pour le communiqué que le CA doit publier pour faire connaître son avis sur l'offre en vertu de l'article 231-17 du RG AMF. Par ailleurs, il en va de même pour le droit antérieur, puisque l'article 12 du règlement COB n° 2002-04 prévoyait que la note d'information comportait « *l'avis motivé du conseil d'administration [...] sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés* ».

<sup>381</sup> Voir par ex. A. Pietrancosta et J.-F. Prat, Offres publiques et droit des sociétés, *op. cit* ; A. Pietrancosta *Break-up fees* et offres publiques : une pratique en voie de consécration ? RTDF 2008/2, p. 22.

<sup>382</sup> V. Langenbach et P.-A., Marquet, Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA, Revue Droit & affaires.

**118.** Toutefois, il est difficile en pratique pour le CA « *d'émettre un avis défavorable sur l'offre dès lors que celle-ci propose une prime conséquente pour les actionnaires de la cible au seul motif que l'offre serait contraire aux intérêts propres de la société cible* »<sup>383</sup>. Ainsi la portée de cet avis doit être relativisée puisque l'étude des OPA hostiles montre qu'une prime généreuse est synonyme de conformité à l'intérêt social<sup>384</sup>.

La question se pose plus ardemment pour l'appréciation des défenses anti-OPA au regard de l'intérêt social.

## **2. L'appréciation des défenses anti-OPA au regard de l'intérêt social :**

Si dans le cadre de l'avis motivé du CA il n'y a pas de doute sur la portée de l'intérêt social, il en va autrement dans le cadre de l'appréciation des défenses anti-OPA. Il convient ainsi d'étudier l'évolution de cette appréciation ainsi que ses illustrations.

### **a. L'évolution de l'appréciation des défenses anti-OPA au regard de l'intérêt social :**

**119.** Pour les défenses anti-OPA, la notion d'intérêt social a connu une évolution marquée par les différentes modifications communautaires, législatives et règlementaires : (i) d'abord, l'alinéa 1 de l'article 3 de l'ancien Règlement n°89-03 de la COB disposait qu'en période d'offre publique, tant l'initiatrice que la cible devaient s'assurer que leurs « *actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social* » ; (ii) À l'occasion de l'entrée en vigueur du RG AMF, celui-ci n'a pas, au début, repris cette exigence, mais la doctrine considérait que le respect de l'intérêt social est une exigence permanente de la vie des sociétés et un principe directeur fondamental<sup>385</sup> ; (iii) Ensuite, à la suite de la transposition de la directive OPA en 2006, le législateur consacre le principe de neutralité et affirme la primauté de l'intérêt des actionnaires de la société cible sur les autres intérêts en présence<sup>386</sup>. Selon le Professeur Viandier : « *[...] s'agissant des actes de défense, les dirigeants ne sauraient priver les actionnaires de l'offre car le contrôle appartient à ces derniers, ils ont le droit de le céder et on ne saurait les priver de cette décision, fût-ce au prix du sacrifice d'autres intérêts* »<sup>387</sup>. Autrement dit, au plan communautaire, l'intérêt social correspondait à l'intérêt des actionnaires. Cette vision n'est pas celle adoptée aux Pays-Bas et en Allemagne<sup>388</sup> ; (iv) À la suite de la loi Florange et

<sup>383</sup> A. Pietrancosta et J.-F. Prat, *Offres publiques et droit des sociétés*, *op. cit.*

<sup>384</sup> Voir infra n° 148 et s.

<sup>385</sup> F. Peltier, *Les principes directeurs des offres publiques*, *op. cit.*

<sup>386</sup> A. Pietrancosta, J.-F. Prat, *Offres publiques et droit des sociétés*, *op. cit.*

<sup>387</sup> A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 2010, Francis Lefebvre.

<sup>388</sup> Cour suprême des Pays-Bas, ABN Amro, 2007.

l'abandon du principe de neutralité, l'article L. 233-32 du Code de commerce limite désormais le pouvoir des dirigeants à prendre des mesures anti-OPA par « *l'intérêt social de la société* » qui correspond forcément à l'intérêt social tel que défini par le rapport Viénot<sup>389</sup>, c'est-à-dire à l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même qui dépasse l'intérêt des seuls actionnaires et englobe celui des parties prenantes de l'entreprise.

Que ce soit par une appréciation restreinte ou large de l'intérêt social, celui-ci est susceptible de permettre à la jurisprudence de limiter l'étendue des défenses anti-OPA.

### **b. Illustrations de la limitation des défenses anti-OPA par l'intérêt social :**

**120. Cession de l'autocontrôle.** La jurisprudence a pu, avant la loi Florange, se prononcer sur l'appréciation des défenses anti-OPA au regard de l'intérêt social. Dans un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 15 mars 2000, la juridiction a considéré, pour la cession de l'autocontrôle que « *l'appréciation d'une atteinte éventuelle à (l'intérêt social), qui ne se confond pas avec celui de quelques actionnaires ou groupe d'actionnaires, dépendra des conditions, notamment financières, dans lesquelles interviendra la cession* ». En consacrant cette approche large de la notion d'intérêt social, elle a considéré qu'il « *ne peut a priori être posé en principe que la cession par Groupe André de ses actions d'autocontrôle portera atteinte à l'intérêt de cette société* »<sup>390</sup>.

**121. Droit comparé.** En Belgique, l'OPA Société Générale a donné lieu à un arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles en 1988 selon lequel les « *les pouvoirs qui ont été confiés aux administrateurs (en matière d'augmentation de capital) doivent s'exercer en fonction de l'intérêt de la société (lequel) peut consister, dans certaines espèces, dans le maintien de la continuité de la structure de l'actionnariat* »<sup>391</sup>. La prise en compte de l'intérêt social fait plus ou moins écho aux États-Unis à l'affaire Unocal où la Cour suprême du Delaware a établi une norme d'examen plus rigoureuse pour les défenses contre les prises de contrôle, à savoir l'appréciation commerciale renforcée. Selon cette norme, avant que les dirigeants de la cible puissent invoquer la règle de l'appréciation commerciale, il leur incombe de prouver : (i) qu'ils avaient « *des motifs raisonnables de croire qu'un danger pour la politique et l'efficacité de l'entreprise existait* » et (ii) qu'ils avaient agi « *de façon raisonnable par rapport à la menace posée* »<sup>392</sup>. Essentiellement, le test à deux volets du tribunal d'Unocal a déplacé

<sup>389</sup> Voir supra n°41 et s.

<sup>390</sup> CA Paris, 15 mars 2000, Sté Atticus Management Ltd c/ SA Groupe André et a. : Bull. Joly Sociétés 2000, p. 625, obs. A. Couret ; Bull. Joly Bourse 2000, p. 323, note N. Rontchevsky ; JCP E 2000, p. 1046, note A. Viandier ; RTD Com. 2000, p. 695, obs. C. Goyet et p. 675, obs. J.-P. Chazal et Y. Reinhard ; D. 2000, p. 303, obs. M. Boizard et p. 477 obs. J.-C. Hallouin, *nous soulignons*.

<sup>391</sup> CA Bruxelles, 1er mars 1988 : RD Bancaire et bourse 1988, p. 101.

<sup>392</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 954 (Del. 1985).

la charge de la preuve de la règle de l'appréciation commerciale vers le conseil cible<sup>393</sup>. Ainsi, pour s'acquitter de cette charge, le conseil d'administration doit démontrer qu'il a agi de bonne foi en tenant compte, notamment, des conditions financières de l'offre, de son caractère équitable et son impact sur les parties prenantes à condition qu'il y ait une relation raisonnable avec les intérêts généraux des actionnaires, etc<sup>394</sup>.

Pour la vente des actifs stratégiques (« *Sale of Crown Jewels* »), la Cour du Delaware se réfère souvent à la règle de l'appréciation commerciale pour confirmer cette défense, mais interdira ces transactions lorsque le conseil d'administration de la société cible a agi « *pour garder le contrôle de la société* » sans tenir compte des meilleurs intérêts réels de la société<sup>395</sup>. En revanche, lorsque le standard Revlon<sup>396</sup> a été activé, selon la décision QVC, les conseils d'administration des sociétés cibles devraient s'abstenir de conclure des ventes d'actifs de type « *crown jewel* », c'est-à-dire stratégiques<sup>397</sup>. En France, la limitation à la vente des actifs stratégiques se fera non pas sur le fondement de l'intérêt social, mais l'objet social<sup>398</sup>.

L'intérêt social n'a pas fait l'objet de plusieurs applications en jurisprudence française en ce qui concerne le droit des OPA. Néanmoins, il est sûr qu'après la loi Florange et la loi Pacte, cet intérêt ne se limite pas à l'intérêt des actionnaires, mais englobe l'intérêt de la société en général avec ses parties constituantes et prenantes. Le manque de visibilité quant à la portée et l'application pratique de la notion provoque un espace discrétionnaire profitable au dirigeant de la société. Ce pouvoir discrétionnaire présente un risque pour le fonctionnement du marché des OPA, d'où la nécessité d'étudier ses dérives.

### **B. Les dérives de la notion d'intérêt social : une notion dépendante du pouvoir discrétionnaire du dirigeant :**

En période d'OPA, les objectifs des parties à l'offre sont fortement divergents : les actionnaires veulent recevoir la prime la plus élevée, l'initiateur payer le prix le moins élevé possible, la société cherche son développement et sa pérennité, les salariés le maintien des emplois, les fournisseurs le maintien des contrats, etc<sup>399</sup>. Le législateur, à travers la notion d'intérêt social, cherche à englober tous ces intérêts antagonistes et accorde aux dirigeants le pouvoir pour le faire, tout en ignorant l'effet de l'offre

<sup>393</sup> Melissa M. Kurp, *Corporate Takeover Defenses after QVC: Can target boards prevent hostile tender offers without breaching their fiduciary duties?* 1993.

<sup>394</sup> *Ibidem*

<sup>395</sup> Joseph E. Seagram & Sons, Inc. v. Abrams, 510 F. Supp. 860, 862 (S.D.N.Y. 1981).

<sup>396</sup> Le standard Revlon se déclenche lorsque le conseil d'administration de la cible décide de mettre la société en ventes et déclenche une enchère sur la société.

<sup>397</sup> *QVC Network*, 637.

<sup>398</sup> Voir la synthèse de la jurisprudence : A. Pietrancosta et J.-F. Prat, *Offres publiques et droit des sociétés*, note 61, op. cit.

<sup>399</sup> D. Martin, D. Poracchia, *Regard sur l'intérêt social*, op. cit.

sur leur propre situation. Pour certains, cette gestion déléguée est au cœur de l'évolution de la forme de société et sert à habilitier les gestionnaires à servir d'arbitres des divers intérêts des différentes parties prenantes<sup>400</sup>. Cette habilitation permet aux dirigeants de prendre en compte l'intérêt des non-actionnaires susceptibles d'avoir un impact sur la durabilité de la société. C'est dans ce cette perspective que s'insère la loi Florange qui positionne le conseil d'administration en un gardien de l'intérêt social, compris en l'intérêt long terme de la société, en signant aux dirigeants un blanc-seing leur permettant de tout faire en toute impunité, sous prétexte de remédier aux effets des OPA sur les parties prenantes. En effet, la notion d'intérêt social présente des problèmes conceptuels (1) ayant de lourdes conséquences sur l'entreprise (2).

### **1. Les problèmes conceptuels de la notion d'intérêt social :**

**122. Absence de définition.** Le premier problème conceptuel est l'absence de définition de l'intérêt social. L'intérêt social figure parmi ces concepts clairs tant qu'on évite de les définir. En effet, la volonté de reconnaître à la société un intérêt qui lui est propre se heurte à l'absence de définition légale de la notion d'intérêt social, ce qui rend ce concept selon le Professeur Alain Couret « *une notion floue que chacun remplira à sa guise* »<sup>401</sup>. Or, une démarche efficace suppose une notion dont les contours sont clairement définis pour éviter tout espace discrétionnaire source d'ambiguïté.

**123. La question des valeurs personnelles.** Le deuxième problème concerne l'ignorance des biais cognitifs et valeurs influençant la décision des dirigeants. En effet, si le dirigeant doit satisfaire à l'intérêt de la firme, il le fera en fonction de sa conception de cet intérêt, cette conception étant influencée par les facteurs personnels du dirigeant, tels que les valeurs ou les facteurs contextuels<sup>402</sup>. Par exemple, un administrateur dont les valeurs sont la compétitivité et l'esprit d'entreprise aura plus tendance à définir l'intérêt de la société comme étant l'intérêt de ses actionnaires. En revanche, un administrateur représentant des salariés aura plus tendance à définir l'intérêt de la société comme étant l'intérêt de ses parties prenantes<sup>403</sup>. La divergence de ces valeurs ouvre une boîte de pandore où chacun des administrateurs va essayer de favoriser ses propres valeurs, souvent au détriment de l'intérêt social que le législateur cherche à protéger.

---

<sup>400</sup> M. Lipton, K. L. Cain & K. C. Iannone, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Stakeholder Governance and the Fiduciary Duties of Directors*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Aug. 24, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/08/24/stakeholder-governance-and-the-fiduciary-duties-of-directors/>.

<sup>401</sup> L'intérêt social, *Cah. dr. entr.* 1996-4, p. 1 s., *nous soulignons*.

<sup>402</sup> Adams, Renée B. and Licht, Amir N. and Sagiv, Lilach, *Shareholders and Stakeholders: How Do Directors Decide?* (March 2010). ECGI - Finance Working Paper No. 276/2010.

<sup>403</sup> *Ibidem*.

**124. Difficulté de la tâche.** Le troisième problème conceptuel concerne la difficulté à mettre en œuvre les exigences que l'intérêt social impose, dans la mesure où le législateur assigne au dirigeant une tâche herculéenne et surhumaine<sup>404</sup>. Confronté à une multitude d'objectifs, l'administrateur finit par ne se concentrer sur aucun de ces objectifs. La multiplication des objectifs est en effet source de confusion et d'hésitation dans la prise de décision.

**125. Absence de critères d'évaluation.** Le quatrième problème conceptuel découle directement du troisième et concerne l'inaptitude de la notion d'intérêt social à fournir des critères de performance qui permettent d'évaluer correctement les mesures adoptées par les dirigeants<sup>405</sup>. L'absence d'indications précises laisse émerger plusieurs difficultés d'évaluation : **(i)** la détermination des parties prenantes, qui sont les personnes autres que les actionnaires dont les intérêts doivent être pris en compte ? **(ii)** Quels critères le dirigeant doit-il adopter pour résoudre les différents conflits ? Comment pondérer entre l'intérêt des actionnaires et celui des parties prenantes ? La pondération entre les intérêts des parties prenantes devrait-elle varier en fonction du type de partie prenante ?<sup>406</sup> Le législateur ne répond à aucune de ces questions et ne fournit aucune indication sur le processus d'arbitrage à opérer entre les différents intérêts<sup>407</sup>, par exemple : le conseil d'administration, devrait-il empêcher ses actionnaires d'examiner une offre comportant une prime de 15 % afin de protéger les emplois, mais autoriser une offre comportant une prime de 30 % supprimant certains emplois ? Ou encore si l'initiateur prévoit la fermeture d'une usine polluante en licenciant ses salariés, les intérêts des parties prenantes sont-ils mieux équilibrés en fermant l'usine ou en ne la fermant pas à la suite de l'OPA<sup>408</sup> ? **(iii)** Comment évaluer concrètement la valeur des intérêts des parties prenantes ? En effet, si la valeur des titres financiers des actionnaires est mesurable par des méthodes financières, le concept de valeur est difficilement transposable pour le capital humain ou pour tout autre type d'intérêt non financier<sup>409</sup>. Ainsi, quand une situation implique un compromis, comment quantifier et peser les gains ou les pertes de bien-être respectifs si les intérêts en cause ne peuvent être monétisés ?

Aucune réponse n'est apportée ni par le législateur ni par les partisans de la vision élargie de l'intérêt social en période d'OPA. Or, même en mathématiques, toute optimisation comportant des objectifs multiples doit préciser comment chacun d'entre eux est mesuré et échangé contre tous les autres, à défaut de quoi le problème mathématique n'aura pas de solution<sup>410</sup>. En rapportant cela à l'intérêt social, compris comme étant l'intérêt de l'entreprise, si l'approche semble être séduisante, il n'y a aucune

<sup>404</sup> Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, op. cit.

<sup>405</sup> Jensen, Michael C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, op. cit.

<sup>406</sup> Gilson, Ronald J. and Schwartz, Alan, *An Efficiency Analysis of Defensive Tactics*, op. cit.

<sup>407</sup> S. Rousseau, I. Tchotourian *L'intérêt social en droit des sociétés*, op. cit.

<sup>408</sup> A. Edmans, *Why shareholder capitalism benefits wider society*, op. cit.

<sup>409</sup> S. Rousseau, I. Tchotourian *L'intérêt social en droit des sociétés*, op. cit.

<sup>410</sup> Arrow, Kenneth J. 1950. *A Difficulty in the Concept of Social Welfare*. *Journal of Political Economy* 58(4)328–346.

méthodologie qui permet aux administrateurs d'apporter des solutions efficaces. Cette approche peut être comparée à l'archétype de la « boîte noire » où on fait confiance au dirigeant pour produire le bon résultat, mais on ne peut pas vérifier comment il a été atteint<sup>411</sup>. Ces carences conceptuelles sont lourdes de conséquences.

## **2. Les conséquences de la notion d'intérêt social :**

La notion d'intérêt social repose sur l'utilisation de la discrétion managériale au profit des parties prenantes. Cette approche est la même qui a été défendue aux États-Unis par la théorie *stakeholders* qui confie aux dirigeants la tâche de servir de médiateur entre les différents groupes<sup>412</sup> en jouant le rôle de « hiérarchies médiatrices »<sup>413</sup> ou de « tutelle intrinsèque » substituant à la « réglementation extrinsèque »<sup>414</sup>. Autrement dit, selon cette théorie, le pouvoir des managers se substitue à la réglementation pour améliorer le bien-être des parties prenantes. Cette substitution emporte plusieurs effets pervers sur le bon déroulement du processus d'OPA.

**126. L'intérêt social, l'un des appuis du capitalisme managérial.** Le capitalisme français est marqué par une culture managériale, voire même des dynasties de managers qui exploitent « tous les moyens juridiques permettant d'assurer la stabilité, parfois la pérennité, du contrôle de la firme »<sup>415</sup>. Parmi ces moyens en droit des sociétés, l'intérêt social se présente comme « le moyen d'une confiscation du pouvoir au profit d'une petite oligarchie de dirigeants »<sup>416</sup>. Le capitalisme managérial présente donc un danger pour les parties prenantes, car il se base sur un modèle où les managers sont totalement isolés de leurs environnements et mènent une « vie tranquille »<sup>417</sup>, au détriment de la création de valeur pour les actionnaires et les parties prenantes. L'intérêt social, dans le cadre du capitalisme managérial français, est donc « qu'un rideau de fumée derrière lequel les managers avaient fini par considérer l'entreprise comme leur chose, avec, pourtant, une participation financière souvent dérisoire. »<sup>418</sup> Exprimée autrement, la notion d'intérêt social peut être instrumentalisée pour rendre un programme managérial vêtu de valeurs plus attrayant pour le grand public<sup>419</sup>.

<sup>411</sup> Chalaczkiwicz- Ladna, Katarzyna and Esser, Irene-Marie and MacNeil, Iain, Workforce Engagement and the UK Corporate Governance Code (April 26, 2021).

<sup>412</sup> Bebchuk, Lucian A. and Kastiel, Kobi and Tallarita, Roberto, For Whom Corporate Leaders Bargain, op. cit.

<sup>413</sup> Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247, 251 (1999).

<sup>414</sup> Colin Mayer, *Ownership, Agency, and Trusteeship*, ECGI Law Working Paper No. 488 (2020).

<sup>415</sup> A. Pirovano, La boussole de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise, op. cit.

<sup>416</sup> J.-J. Daigre, Le gouvernement d'entreprise : feu de paille ou mouvement de fond ? *Dr. et patrimoine*, juill.-août 1996, p. 24., nous soulignons.

<sup>417</sup> A. Edmans, Why shareholder capitalism benefits wider society, op. cit.

<sup>418</sup> A. Pirovano, La boussole de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise, op. cit. nous soulignons.

<sup>419</sup> Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, op. cit.

**127. L'intérêt social, source de comportements opportunistes.** La notion d'intérêt social pourra être utilisée comme un motif légitime pour justifier les défenses anti-OPA, alors qu'en réalité les managers ne défendent pas l'intérêt social, mais défendent leur propre intérêt contre celui des actionnaires et n'ont pour seul but que de les priver d'une offre réussie afin de maintenir leur position car, au final, l'offre n'est hostile qu'à l'égard des dirigeants<sup>420</sup>. De ce point de vue, les défenses anti-OPA sont désorientées de leur raison d'être puisqu'elles se présentent non pas comme un moyen pour maximiser la valeur, mais comme un exemple de poursuite de l'intérêt personnel du pouvoir managérial aux dépens des actionnaires. L'exemple de l'OPA lancée par Veolia sur Suez peut servir d'illustration. En effet, dans le cadre de cette opération, les administrateurs ont justifié leur refus de l'offre par la contrariété du projet de Veolia à la stratégie de développement de Suez et par le souci de protéger les emplois. Or, l'accord final trouvé entre les parties ne comporte aucune nouveauté en ce qui concerne les engagements sociaux de Veolia. Autrement dit, le conseil d'administration de Suez a instrumentalisé l'intérêt des parties prenantes (les salariés) pour tenter de faire échouer l'offre afin de se maintenir en fonction. L'intérêt social en période d'OPA est donc la « main invisible » des administrateurs et une arme qu'ils peuvent utiliser à leur guise pour satisfaire leurs intérêts personnels.

**128. L'intérêt social, source d'impunité et de déresponsabilisation des managers.** L'ambiguïté de la notion d'intérêt social isole les dirigeants de la surveillance des actionnaires et leur laisse une marge de manœuvre importante pour justifier toute action entreprise comme bénéficiant prétendument à une catégorie d'intérêts ou à une autre<sup>421</sup>. C'est le problème de « *trop de maîtres* »<sup>422</sup> qui signifie que les administrateurs responsables devant tout le monde (notamment en période d'OPA) ne sont responsables devant personne<sup>423</sup>. Cette approche convient forcément aux managers puisque c'est un moyen qui leur permet d'agir sans responsabilité en période d'OPA. En effet, en l'absence de critères de performance, les dirigeants ne peuvent pas être évalués de manière raisonnée<sup>424</sup>. Partant, la notion d'intérêt social augmente les coûts d'agence. Les dirigeants sont alors libres de faire ce qu'ils veulent, « *dans la limite de l'intérêt social* » défini et déterminé par eux-mêmes. Il est surprenant que les administrateurs agissent sous une limite qu'eux-mêmes sont chargés d'en préciser ses contours.

**129. L'intérêt social, inefficace pour la protection des parties prenantes.** Il y'a très peu de convergence entre les intérêts privés des dirigeants et les intérêts des parties prenantes qui n'ont, en outre, pas de contrôle sur le comportement des managers : (i) *ex ante*, les parties prenantes n'ont aucun

<sup>420</sup> D. Schmidt, Le droit des minoritaires et les offres publiques, *in* Les offres publiques d'achat, op. cit.

<sup>421</sup> Gatti, Matteo and Ondersma, Chrystin D., Stakeholder Syndrome: Does Stakeholderism Derail Effective Protections for Weaker Constituencies? op. cit.

<sup>422</sup> Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547, 550 (2003).

<sup>423</sup> Shareholders as stakeholders: changing metaphors of corporate governance, Ronald M. Green, 1993, op.cit.

<sup>424</sup> Jensen, Michael C., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, op. cit.

pouvoir de contrôle par des droits de vote (sauf dans l'hypothèse des actionnaires salariés) ; (ii) *ex post*, ils n'ont aucun moyen de responsabilisation des administrateurs infidèles<sup>425</sup>, car ces derniers peuvent justifier leurs comportements par n'importe quel intérêt qu'ils devraient protéger. En effet, le régime de responsabilité actuelle limite la possibilité d'engager une action en responsabilité par les parties prenantes contre les administrateurs pour violation de l'intérêt social, puisqu'elles doivent en tant que tiers prouver une faute détachable de la fonction d'administrateur<sup>426</sup>. Ainsi l'articulation de la *ratio legis* de la loi Florange et du régime de responsabilité remet donc en cause l'objectif affiché de protection d'un intérêt social élargi<sup>427</sup>. Par conséquent, il n'existe aucun mécanisme efficace garantissant la protection des intérêts des parties prenantes, dans la mesure où les administrateurs peuvent agir en fonction du critère de la maximisation de la valeur actionnariale sans avoir l'obligation de justifier leur choix au regard des intérêts des parties prenantes<sup>428</sup>.

**130. La notion d'intérêt social, source d'effets négatifs sur les parties prenantes.** En créant « l'illusion »<sup>429</sup> que les administrateurs protègent les parties prenantes par la notion d'intérêt social, l'approche adoptée par la loi Florange entraverait des réformes qui pourraient offrir une protection efficace aux parties prenantes. Cette approche est également de nature à permettre l'orientation du débat en faveur d'une réforme de la gouvernance d'entreprise incluant la protection des parties prenantes par le pouvoir discrétionnaire plutôt qu'à une réglementation directe efficace<sup>430</sup>. Au final, cela ne profiterait qu'aux managers et non aux parties prenantes. De ce point de vue, la notion d'intérêt social a des effets contre-productifs pour les parties prenantes car elle crée l'illusion de leur protection. De même, l'isolation des managers augmenterait le relâchement de la gestion, détériorerait les performances des entreprises et réduirait la création de valeur, ce qui réduirait également la richesse globale disponible pour la société dans son ensemble (le gâteau)<sup>431</sup>.

**131. *Nec pluribus impar***<sup>432</sup>. Toutes ces conséquences conduisent à un problème majeur et vital pour le marché des OPA, à savoir l'incertitude de l'issue de l'offre. Comment un marché peut-il être compétitif et attractif, alors que tout le processus d'OPA repose finalement sur la volonté de managers impunis et irresponsables devant tout le monde ? L'espace discrétionnaire créé par la loi Florange et

<sup>425</sup> Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, op. cit.

<sup>426</sup> L'administrateur est responsable d'une faute séparable lorsqu'il commet intentionnellement une faute d'une gravité particulière incompatible avec l'exercice normal de ses fonctions.

<sup>427</sup> V. Langenbach et P.-A. Marquet *Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA*, op. cit.

<sup>428</sup> S. Rousseau, I. Tchotourian *L'intérêt social en droit des sociétés*, op. cit.

<sup>429</sup> Expression employée par Bebchuk et Tallarita, in *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, op. cit.

<sup>430</sup> Gatti, Matteo and Ondersma, Chrystin D., *Stakeholder Syndrome: Does Stakeholderism Derail Effective Protections for Weaker Constituencies?* op. cit.

<sup>431</sup> Bebchuk, Lucian A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, op. cit.

<sup>432</sup> Une expression latine ayant servi de devise pour Louis XIV symbolisant le Roi Soleil rayonnant sur le monde et qui signifie selon Louvois « seul contre tous » et selon d'autres « au-dessus de tous ». Quel que soit la signification, elle correspond parfaitement à la situation des managers, qui sont seuls contre tous et surtout au-dessus de tous.

accentué par l'imprécision de la notion d'intérêt social est source d'insécurité juridique pour tous les intervenants dans l'OPA et place les dirigeants dans une situation très confortable. Par exemple, cette incertitude pourrait fortement nuire à la liquidité des marchés en période d'OPA marquée par un fort changement actionnarial<sup>433</sup>. À cet égard, on est tenté d'affirmer que l'état du droit positif des OPA a fait passer le système juridique français d'une démocratie actionnariale à une forme de dictature managériale ou un « *absolutisme socio-économique des administrateurs d'entreprise* »<sup>434</sup>. Ces propos nous conduisent à nous interroger sur l'opportunité de *lege ferenda* d'apprécier les défenses anti-OPA au regard de l'intérêt social compris comme étant l'intérêt des actionnaires.

## **II. L'opportunité de *lege ferenda* d'apprécier les défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires :**

**132. Présentation.** Au regard des coûts engendrés par la vision élargie de l'intérêt social en période d'OPA sur la création de richesses et son incapacité à protéger l'intérêt des actionnaires et des parties prenantes, il est légitime de se demander s'il ne faut pas modifier le droit positif pour insérer une dérogation à la vision large de l'intérêt social en période d'OPA, et plus précisément dans l'appréciation des défenses anti-OPA. Ces défenses doivent être adoptées uniquement pour satisfaire l'intérêt des actionnaires, à l'instar de ce qui était prévu dans la décision générale de la commission des opérations de bourse du 25 juillet 1978 selon laquelle : « *l'intérêt des actionnaires doit constituer, pendant la durée d'une offre publique, la préoccupation dominante des dirigeants des sociétés intervenantes* »<sup>435</sup>.

**133. Remarques préliminaires.** Quelques remarques préliminaires s'imposent avant d'analyser la proposition : d'abord, le choix est fait sur l'intérêt des actionnaires et non sur celui des parties prenantes parce que nul ne doute que le seul substitut légitime à une vision élargie de l'intérêt social est l'intérêt des actionnaires. Il serait illogique et infondé de substituer l'intérêt social élargi par l'intérêt unique des parties prenantes, sauf à modifier tout le droit des sociétés français. Ensuite, nul ne doute de l'impact négatif que l'OPA, surtout l'OPH, pourrait avoir sur l'intérêt des parties prenantes. Il ne s'agit pas ici de délaissier les parties prenantes aux impératifs du marché, mais plutôt d'insister sur leur protection non pas par la gouvernance d'entreprise ou par le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, mais par des réglementations directes.

<sup>433</sup> Voir supra n°56.

<sup>434</sup> Adolf A. Berle, Jr., *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, 45 *HAgv. L. REv.* 1365, 1372 (1932).

<sup>435</sup> Cf. P. Bézard, *Les offres publiques d'achat* : éd. Masson – Annexe II « *Décision générale de la Commission des opérations de bourse relative aux offres publiques d'achat et d'échange en date du 25 juillet 1978* » : *JO* 13 août 1978, p. 158.

La proposition selon laquelle le conseil d'administration doit adopter des défenses anti-OPA uniquement dans l'intérêt des actionnaires répond à une logique de cohérence avec les incitations des administrateurs (B) et avec la pratique (C). Plus encore, elle n'est pas contraire aux principes et aux règles du droit français (A). Une fois que cela a été prouvé, il convient de faire quelques points précisions sur le régime proposé (D).

#### **A. Une proposition non contraire à la philosophie du droit français :**

**134.** Il ne s'agit pas ici de démontrer que le droit français positif impose la prise en considération du seul intérêt des actionnaires dans l'appréciation des mesures anti-OPA car une telle démonstration serait contraire à l'état du droit positif. Il s'agit plutôt d'essayer de trouver un fondement et de démontrer que la proposition défendue est soutenable au regard de quelques indices juridiques :

**134. L'esprit de la directive OPA.** La directive s'inscrit dans une volonté de limiter les défenses anti-OPA, les entraves au libre jeu des offres et dans un souci de faire émerger le prix le plus intéressant au bénéfice des actionnaires<sup>436</sup>. Cela s'observe à travers deux dispositions : **(i)** Le considérant 16 dispose que « *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* » ; **(ii)** L'article 3 1. C) qui dispose que « *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* ».

Ces deux dispositions montrent que la directive est soucieuse de l'encadrement du pouvoir du conseil d'administration et de la prise en compte de l'intérêt des actionnaires. Si le CA doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble, cela pourrait se limiter à l'avis motivé émis par le CA dans la note d'information et non pas aux défenses anti-OPA. Cette interprétation serait conforme à l'esprit de la directive ainsi qu'aux dispositions de l'art. 9 § 5 et du considérant 17 qui imposent au CA de prendre en compte l'intérêt social élargi dans son avis motivé. La complexité de l'articulation des dispositions de la directive s'explique par la nature du compromis sur mesure trouvé entre les différents États-membres. En effet, si la directive a été critiquée pour son manque d'ambition<sup>437</sup>, elle a le mérite d'imposer des principes généraux qui placent l'actionnaire dans une situation supérieur aux autres

<sup>436</sup> F. Barrière La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique, op. cit.

<sup>437</sup> P.-H Conac, Le droit européen et les OPA, Cahiers de droit de l'entreprise n° 6, Novembre 2014, dossier 37.

intervenants. Ainsi, la proposition qui consiste en l'appréciation des défenses anti-OPA au regard du seul intérêt des actionnaires ne serait contraire ni aux dispositions ni à l'esprit général de la directive ;

**135. Les principes directeurs de droit boursier.** L'intérêt des actionnaires est protégé par les principes directeurs de droit boursier de l'article 231-3 du RG AMF, en particulier par le principe du libre jeu des offres et des surenchères et du principe d'égalité des compétiteurs. La régularité de l'opération « *ne s'apprécie en effet pas sur la seule base des règles d'organisation de la société, mais également au regard de la réglementation boursière et des principes fondamentaux qui ont pour objet de protéger outre les émetteurs, leurs actionnaires et plus largement l'ensemble des investisseurs sur le marché* »<sup>438</sup>. C'est ainsi que la jurisprudence a sanctionné à maintes reprises des comportements contraires au fonctionnement du marché et à l'intérêt des actionnaires<sup>439</sup> ;

**136. L'objectif de la société.** Selon le Professeur Schmidt, l'article 1833 du Code civil « *oblige les détenteurs du pouvoir à justifier que les mesures de défense qu'ils adoptent en vue de faire échouer une offre, à venir ou en cours, ont pour objet de servir les intérêts de tous les actionnaires* »<sup>440</sup>. En effet, la loi considère que l'objectif de la société est la réalisation de bénéfices (ou d'économies), que les associés ont vocation à partager. Il s'agit donc d'un objectif financier qui concerne le patrimoine social et qui oblige les actionnaires à poursuivre un objectif déterminé, à savoir la recherche de bénéfices pendant toute la durée de la société<sup>441</sup> ;

**137. Le CA, un guide des actionnaires.** Le renforcement du pouvoir d'intervention du CA en période d'OPA peut être perçu comme un moyen pour remédier aux problèmes d'asymétrie d'information et de décision collective, et partant, pour permettre aux actionnaires de décider d'apporter leurs titres à l'offre en connaissance de cause ;

**138. Le surenchérissement.** La nécessité de déposer une offre concurrente avec une prime de 2%<sup>442</sup> montre que le régulateur s'intéresse au prix offert aux actionnaires. En effet, on est dans une logique d'enchères et on ne demande pas au concurrent de déposer une offre plus respectable des engagements sociaux ou plus compatible avec le projet industriel de la cible, mais on lui demande de jouer le jeu de l'offre et de rehausser le prix. Ainsi, l'AMF déclare conforme le projet d'offre concurrente s'il emporte

<sup>438</sup> D. Martin, 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, nous soulignons.

<sup>439</sup> Voir par exemple : Cour d'appel de Paris, 15 mars 2000, aff. *Groupe André*, Bull. Joly 2000. 142 ; Cour d'appel de Paris, 26 mars 1986, aff. *Bidermann*, Dr. sociétés 1986. 613.

<sup>440</sup> D. Schmidt, Le droit des minoritaires et les offres publiques, op. cit.

<sup>441</sup> D. Martin, D. Poracchia, Regard sur l'intérêt social, op. cit.

<sup>442</sup> 232-7 RG AMF.

« une amélioration significative des conditions proposées aux porteurs des titres visés »<sup>443</sup> et non pas une amélioration des conditions proposées aux parties prenantes. L'intervention d'un chevalier blanc débouche souvent en pratique en un relèvement du prix de la part de l'initiateur initial<sup>444</sup> ;

**139. La renonciation à l'offre.** Par dérogation au principe d'irrévocabilité de l'offre, le RG AMF accorde à l'initiateur la possibilité de renoncer à son offre « si les mesures prises par la société visée ont pour conséquence un renchérissement de l'offre pour l'initiateur »<sup>445</sup>. Cette possibilité de renonciation montre encore une fois que l'intérêt des actionnaires est important aux yeux du régulateur financier ;

**140. Le seuil de caducité de 50%** imposé par la loi Florange est de nature à inciter l'initiateur à offrir une prime attractive pour les actionnaires afin d'atteindre ce seuil-là. Là encore, un autre indice que la proposition n'est pas contraire à l'esprit du droit français.

Ces indices montrent que notre proposition n'est pas révolutionnaire, mais peut s'intégrer dans l'ordre juridique gouvernant les OPA. Elle est d'autant plus justifiable au regard de sa cohérence avec les incitations des administrateurs.

## **B. Une proposition cohérente avec les incitations des administrateurs en droit français<sup>446</sup> :**

**141. Présentation.** « À moins que nous ayons en vue de changer la nature fondamentale des hommes, on devrait plutôt davantage prendre en considération leurs motivations et leurs incitations profondes »<sup>447</sup>. En droit des sociétés français, les administrateurs sont fortement incités à servir l'intérêt des actionnaires, mais peu incités à prendre en compte l'intérêt des parties prenantes. Il ne faut donc pas s'attendre à ce qu'en adoptant des défenses anti-OPA, ils utilisent leur pouvoir discrétionnaire dans la protection de l'intérêt social pour favoriser l'intérêt des parties prenantes. Les incitations sont les suivantes :

<sup>443</sup> *Ibidem.*, nous soulignons.

<sup>444</sup> Exemple : OPA Schneider sur Télémécanique avec l'intervention de Framatome ; OPA Sanofi sur Aventis avec l'intervention de Novartis, etc.

<sup>445</sup> 232-11 RG AMF.

<sup>446</sup> Lors du colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa », nous avons posé la question suivante à Maître Forrest Gillett Alogna : « est-ce que les dirigeants sont réellement incités en droit français à prendre en compte l'intérêt de toutes les parties prenantes ? »

La réponse était la suivante : « : l'intérêt social n'est pas une chose qui existe dans l'abstrait mais elle s'impose au dirigeant et qui peut engager sa responsabilité... On n'est pas dans un paradis socialiste dans l'entreprise, elle est éminemment capitaliste, mais il y'a une marge de manœuvre pour les administrateurs de chercher les intérêts de tout le monde afin de faire fructifier la société. » La réponse démontre l'absence d'unanimité sur l'étendue des pouvoirs du dirigeant.

<sup>447</sup> Propos du Professeur Alain Pietrancosta, extraits du Podcast « Le Corporate Purpose, l'actualité internationale du droit des sociétés » - Épisode 1, Orrick, disponible : <https://www.orrick.com/fr-FR/Podcasts/Decryptages> - nous soulignons.

**142. Nomination.** Le pouvoir de nomination appartient aux actionnaires. Mis à part les représentants des salariés au sein du CA (1 ou 2 salariés en fonction de la taille du CA) dans quelques sociétés répondant à certaines conditions, les membres du conseil d'administration sont élus par l'assemblée générale ordinaire en cours de vie sociale<sup>448</sup> ;

**143. Révocation.** Le pouvoir de révocation appartient aux actionnaires. Les administrateurs sont révocables ad nutum, c'est-à-dire sans juste motif, sans préavis et sans indemnité<sup>449</sup>. Cette révocation peut intervenir même si elle n'est pas inscrite à l'ordre du jour en vertu de la théorie des incidents de séance. Cette règle est d'ordre public, d'où la nullité de toute limitation statutaire ou extrastatutaire à cette libre révocabilité. Ainsi, lorsqu'un seul groupe d'intérêt a le pouvoir de révoquer le conseil d'administration, il est probable que les intérêts de ce groupe priment<sup>450</sup>. Toutefois, la révocation ne constitue une forte incitation aux administrateurs pour prendre en considération l'intérêt des actionnaires que si une petite proportion d'actionnaires est en mesure de convoquer rapidement une assemblée des actionnaires au cours de laquelle le pouvoir de révocation peut être exercé<sup>451</sup>. Or, si l'article L225-103-II, 2° du Code de commerce permet aux minoritaires de demander en justice la convocation d'une assemblée générale ordinaire ayant pour ordre du jour la révocation des administrateurs, cette possibilité est limitée par la nécessité de démontrer que la demande répond à l'intérêt social<sup>452</sup>. Par ailleurs, dans le contexte de l'OPA, l'initiateur peut être limité dans sa capacité à révoquer le conseil d'administration de la cible en raison du droit de la concurrence qui limite ses droits de vote. Le droit de la concurrence est même devenu une source d'opportunisme managérial où les administrateurs l'instrumentalisent pour se maintenir en place. Par exemple, dans le cadre de l'OPA Veolia / Suez, le conseil d'administration de Suez a tenté d'instrumentaliser le droit de la concurrence en sa faveur pour faire échec à l'application du principe de révocation ad nutum destiné à sauvegarder l'intérêt des actionnaires ;

**144. Rémunération.** La rémunération des administrateurs (jetons de présence) est fixée par l'assemblée générale<sup>453</sup> ;

<sup>448</sup> Article L225-18 Code de commerce.

<sup>449</sup> Article L225-18 Code de commerce al. 2.

<sup>450</sup> Leo E. Strine, Jr., *Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law*, 114 COLUM. L. REV. 449, 453–55 (2014).

<sup>451</sup> Davies, Paul L. and Schuster, Edmund-Philipp and van de Walle de Ghelcke, Emilie, *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?*, op.cit.

<sup>452</sup> Shemidt (D), « Les moyens d'action des minoritaires mécontents des défenses anti-OPA mises en place par la société cible », op. cit.

<sup>453</sup> Article L 225-45 Code de commerce.

**145. Le marché du travail.** Même si les administrateurs sont indépendants, le fait de se forger une réputation favorable auprès des actionnaires augmente leurs chances de conserver leur poste et d'acquiescer d'autres mandats<sup>454</sup> ;

**146. La responsabilité.** Les actionnaires sont, en principe, les seuls qui peuvent engager la responsabilité des administrateurs pour faire respecter leurs obligations. Par exemple, dans l'affaire Veolia / Suez, la menace faite par Veolia d'engager la responsabilité individuelle des administrateurs de Suez a joué un rôle crucial dans le changement de position de la part du CA de Suez<sup>455</sup>. En effet, Veolia a obtenu une procédure « à bref délai » pour engager la responsabilité des dirigeants de Suez devant le tribunal de commerce de Paris, les administrateurs de Suez risquant de devoir indemniser solidairement 300 millions d'euros, en réparation du préjudice financier établi par un rapport d'expertise financière<sup>456</sup>.

**147. Conclusion.** En droit français, seuls les actionnaires ont le droit d'élire les administrateurs (sauf les représentants des salariés), de les rémunérer, de les révoquer et d'intenter une action pour faire respecter leurs devoirs de loyauté. Cette répartition des pouvoirs a un effet profond sur la manière dont les administrateurs gouvernent les sociétés. En résumé, étant donné le chevauchement limité entre les intérêts des administrateurs et ceux des parties prenantes, il n'y a aucune raison de s'attendre à ce qu'ils adoptent des mesures anti-OPA en vue de protéger les parties prenantes<sup>457</sup>. Cette dernière conclusion est observable dans la pratique des OPH.

### **C. Une proposition cohérente avec la pratique des offres publiques hostiles :**

**148. Présentation.** Les offres publiques hostiles constituent un bon laboratoire pour voir si les dirigeants prennent en considération l'intérêt des parties prenantes lors de l'adoption des défenses anti-OPA. En effet, par définition, une offre publique est hostile si le CA ne recommande pas l'opération parce qu'elle n'est pas dans le meilleur intérêt de la société. Ainsi, il adoptera des défenses anti-OPA dans le but de faire échouer l'offre en invoquant souvent l'intérêt social élargi. L'étude des OPH permet de vérifier si le CA a effectivement fait usage de son pouvoir discrétionnaire pour protéger les parties prenantes. Le résultat de l'étude de la pratique des OPH permet de savoir si l'intérêt social est effectivement bénéfique pour les parties prenantes : si c'est le cas, alors le *statu quo* est efficace, si ce

<sup>454</sup> Expression employée par Bebchuk et Tallarita, in *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, op. cit.

<sup>455</sup> « Veolia refuse de se laisser forcer la main par Suez », L'AGEFI - 22 mars 2021.

<sup>456</sup> « Veolia – Suez : les coulisses de l'armistice et de la guerre juridique », *Business and legal review*, 16 juin 2021, disponible : <https://mag.blforums.com/veolia-suez-un-professeur-de-droit-strategie-dans-lombre-des-geants/>.

<sup>457</sup> Bebchuk, Lucian A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, op. cit.

n'est pas le cas, il y'a un dysfonctionnement dans la notion d'intérêt social qui nécessite son adaptation pour l'aligner avec l'intérêt des actionnaires dans l'appréciation des défenses anti-OPA.

**149. Démonstration.** Il est largement affirmé en doctrine<sup>458</sup> que les OPH jugées contraires à l'intérêt social sont devenues amicales et conformes à celui-ci du seul fait du relèvement du prix. Pour illustrer cette affirmation, nous donnons un exemple d'une OPH intervenue avant la loi Florange et deux OPH après l'entrée en vigueur de cette loi :

- (i) **L'OPH d'Axel Springer sur Seloger.com (2010 - 2011) :** L'offre initiale valorisait la cible à 566 millions d'euros, soit 34 euros par action<sup>459</sup>. L'offre a été refusée par le conseil de surveillance en s'interrogeant sur la stratégie de Springer et en l'accusant de vouloir effectuer une prise de contrôle rampante<sup>460</sup>. Après la résistance du *board* et une bataille judiciaire entre les deux firmes, un accord avait été trouvé en janvier, autour d'une augmentation de l'offre à 38,05 euros par action, valorisant SeLogger.com plus de 633 millions d'euros<sup>461</sup>.
- (ii) **L'OPH de Vivendi sur Gameloft (2016) :** Le 18 février 2016, Vivendi lance une OPA hostile sur Gameloft à 6 euros par action<sup>462</sup>. Le CA de la cible refusait une telle opération parce qu'elle « ne présentait aucun intérêt stratégique » et « n'est pas de nature à créer des synergies substantielles »<sup>463</sup>. Le prix par action a été relevé le 29 février 2016 à 7,2 euros<sup>464</sup> puis à 8 euros par actions le 19 mai 2016, sans qu'aucune autre modification ne soit apportée aux conditions de l'offre<sup>465</sup>. Par ce double relèvement, Vivendi a finalement réussi son OPH le 31 mai 2016.
- (iii) **L'OPH de Veolia sur Suez :** Le 10 août 2020, Veolia a remis à Engie une offre ferme pour l'acquisition de 29,9 % des actions de Suez pour un prix de 15,50 euros, un prix augmenté le 30 septembre à 18 euros. Le 5 octobre, Engie a accepté l'offre améliorée de Veolia. Le CA de Suez a considéré dans un communiqué du 10 septembre 2020 l'approche hostile de Veolia

---

<sup>458</sup> Voir par exemple, Alain Viandier, OPA/OPE, op. cit. : « D'une certaine manière, toute offre hostile à vocation à devenir amicale, après une amélioration du prix ». ; F. Barrière, C. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA ? op. cit. : « C'est sans compter que nombre d'offres publiques non-sollicitées, initialement réputées hostiles, deviennent amicales, parfois après essentiellement un relèvement de la contrepartie offerte aux actionnaires ». ; », D. Schmidt, Le droit des minoritaires et les offres publiques, op. cit. : « Nombre d'offres hostiles jugées contraires à l'intérêt social sont devenues amicales et conformes à celui-ci du seul fait du relèvement du prix ce qui tend à confirmer que l'intérêt social, sous le couvert de ce concept mou communément vanté, n'est autre que l'intérêt des actionnaires destinataires de l'offre » ; A. Pietrancosta, J.-F. Prat, Offres publiques et droit des sociétés, op. cit. : « Un rapide examen des offres non sollicitées intervenues au cours de ces dernières années montre que les critiques formulées à l'origine par le conseil de la cible concernant les insuffisances du projet industriel de l'initiateur s'estompent généralement dès lors que ce dernier a amélioré de manière significative les conditions financières de son offre ».

<sup>459</sup> [https://lexpansion.lexpress.fr/high-tech/axel-springer-lance-son-offre-hostile-sur-seloger-com\\_1436870.html](https://lexpansion.lexpress.fr/high-tech/axel-springer-lance-son-offre-hostile-sur-seloger-com_1436870.html)

<sup>460</sup> <https://www.lesechos.fr/2011/03/axel-springer-boucle-le-rachat-de-selogercom-388570>

<sup>461</sup> *Ibidem*.

<sup>462</sup> [https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2016/03/20160318\\_restricted\\_Viv\\_Note\\_d\\_information\\_GFT\\_17032016.pdf](https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2016/03/20160318_restricted_Viv_Note_d_information_GFT_17032016.pdf)

<sup>463</sup> [https://www.challenges.fr/entreprise/vivendi-reussit-son-opa-sur-gameloft\\_21495](https://www.challenges.fr/entreprise/vivendi-reussit-son-opa-sur-gameloft_21495)

<sup>464</sup> [https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2016/03/20160318\\_restricted\\_Viv\\_Note\\_d\\_information\\_GFT\\_17032016.pdf](https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2016/03/20160318_restricted_Viv_Note_d_information_GFT_17032016.pdf)

<sup>465</sup> <https://www.vivendi.com/communique/relevement-automatique-du-prix-de-loffre-publique-dachat-de-vivendi-sur-gameloft/>

incompatible avec l'intérêt de la société et de ses parties prenantes<sup>466</sup>. Après une longue bataille de communication, juridique et boursière, le 12 avril 2021, les deux groupes trouvent un accord avec un relèvement du prix de l'action de 18 à 20,50 euros<sup>467</sup>. Si on compare la déclaration d'intention faite par Veolia le 5 octobre 2020 et les termes de l'accord trouvé entre les deux groupes, on remarque que tout est identique, sauf le prix (et le consortium qui inclut de nouveaux intervenants).

**150. Conclusion.** Au regard de ces quelques exemples<sup>468</sup>, l'hostilité n'est finalement qu'une question de prix. Par exemple, dans l'OPH de Veolia sur Suez, avec le prix de 18 euros, l'offre était considérée comme hostile et contraire à l'intérêt social et des parties prenantes. Suite à un relèvement du prix, l'offre est devenue amicale et conforme à l'intérêt social, alors que l'accord final comporte les mêmes garanties sociales, le même périmètre d'activité, la même stratégie industrielle, etc. L'intérêt social se présente finalement, en période d'offre, comme un moyen de négociation entre les mains du CA pour négocier le relèvement de prix. En pratique, l'intérêt de l'entreprise devient donc l'intérêt des actionnaires, car la différence entre le prix initial et le prix relevé revient aux actionnaires et non pas aux salariés, aux fournisseurs ou à l'entreprise. Ainsi, comme l'a affirmé un auteur : « *dans la réalité des faits l'intérêt des actionnaires prime très largement les autres intérêts en présence dans l'analyse du CA. Il serait en effet difficile pour le CA de la cible d'émettre un avis défavorable sur l'offre dès lors que celle-ci propose une prime conséquente pour les actionnaires de la cible au seul motif que l'offre serait contraire aux intérêts propres de la société cible* »<sup>469</sup>. Il en découle que les dirigeants n'ont pas utilisé leur pouvoir discrétionnaire en période d'OPH pour protéger les parties prenantes. La notion d'intérêt social qui accorde aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire s'avère donc contre-productive pour les parties prenantes. Plutôt que de les protéger, l'intérêt social servirait les intérêts privés des dirigeants d'entreprise en les isolant davantage de la surveillance des actionnaires, et susciterait des espoirs illusoire pour la protection des parties prenantes<sup>470</sup>. Cette situation ne changera pas si les incitations restent les mêmes.

Notre proposition consistant à apprécier les défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires mérite quelques points d'éclaircissement.

<sup>466</sup> Communiqué du conseil d'administration de Suez, 10 septembre 2020, <https://www.suez.com/fr/actualites/communiqués-de-presse/conseil-de-suez-considere-approche-hostile-de-veolia-incompatible-avec-interet-de-la-societe-et-de-ses-parties-prenantes>

<sup>467</sup> Communiqué de Suez du 12 avril 2021 <https://www.suez.com/fr/actualites/communiqués-de-presse/veolia-et-suez-annoncent-etre-parvenus-a-un-accord-permettant-le-rapprochement-entre-les-deux-groupes>

<sup>468</sup> Il y'en a d'autres, par exemple : OPA Schneider sur Télémécanique ; OPA Sanofi sur Aventis ; OPA Alcan sur Pechiney ; OPA Total sur Elf ; OPA Lagardère sur Leguide.com, etc.

<sup>469</sup> A. Pietrancosta, J.-F. Prat, Offres publiques et droit des sociétés, *op. cit.*, nous soulignons.

<sup>470</sup> Bebchuk, Lucian A. and Kastiel, Kobi and Tallarita, Roberto, For Whom Corporate Leaders Bargain, *op. cit.*

#### **D. Quelques points d'éclaircissement de la proposition :**

**151. La responsabilisation.** Le fait d'accorder au dirigeant un pouvoir discrétionnaire pour la pesée des intérêts ne profite pratiquement à personne, sauf aux intérêts personnels du dirigeant. Or, obliger le dirigeant à ne considérer que l'intérêt des actionnaires dans le cadre des défenses anti-OPA permet de le responsabiliser et d'observer de près s'il a accompli convenablement sa mission.

**152. L'intérêt des parties prenantes.** Le CA peut toujours prendre en compte l'intérêt social élargi, non pas au niveau de l'adoption des tactiques défensives, mais lors de l'émission de l'avis motivé sur l'intérêt de l'offre. Cette position permettra au CA d'éclairer le consentement des actionnaires en attirant leur attention sur les faiblesses de l'offre<sup>471</sup>. Il revient aux actionnaires de décider ou pas d'apporter leurs titres à l'offre ensuite en fonction de l'avis émanant d'un organe dûment informé. Cette démarche correspondrait au droit anglais où la recommandation du conseil d'administration aux actionnaires lors d'une prise de contrôle inclut les enjeux de l'offre pour les salariés, les conditions de l'emploi, etc<sup>472</sup>.

La proposition n'aboutit pas à l'abandon des parties prenantes aux aléas du marché financier ou l'abandon du « *lapin devant le cobra* »<sup>473</sup>, mais postule qu'il convient de protéger les parties prenantes autrement. Si les actionnaires peuvent être protégés par les défenses anti-OPA qui tendent à relever l'offre, les parties prenantes doivent être protégées par des réglementations spéciales. Ces réglementations peuvent corriger les défaillances du marché qui font que la valeur actionnariale s'écarte de la valeur des parties prenantes, notamment par la taxation des externalités négatives ou la subvention des externalités positives<sup>474</sup>. Plus concrètement, en période d'OPA, les salariés par exemple sont protégés de plusieurs manières : (i) l'actionnariat salarié constitue une défense anti-OPA efficace et un facteur de stabilité du capital de plusieurs sociétés cotées<sup>475</sup> ; (ii) l'initiateur n'a pas intérêt à ne pas séduire les salariés car ils représentent un actionnaire important dans certaines sociétés, ils peuvent bloquer les offres et les retarder (par exemple OPA Sacyr sur Eiffage, Veolia sur Suez) et ils représentent un levier important pour la réussite de la nouvelle structure post-offre ; (iii) les salariés sont protégés par des réglementations spéciales qui prévoient notamment la consultation du CSE ou l'engagement de maintien de l'emploi par l'initiateur<sup>476</sup>.

Au lieu de demander aux dirigeants de prendre en compte l'intérêt des salariés (chose qu'ils ne font pas), on peut assortir l'engagement pris par l'initiateur de maintenir les emplois de sanctions

<sup>471</sup> D. Fornoni, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, op. cit.

<sup>472</sup> Section B.2 du *Takeover Code anglais*.

<sup>473</sup> A. Viandier, OPA-OPE, op. cit.

<sup>474</sup> A. Edmans, Why shareholder capitalism benefits wider society, op. cit.

<sup>475</sup> M.-N. Dompé, La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres, Dr. sociétés 2006, étude 19.

<sup>476</sup> Voir n° 91 et s.

pécuniaires dissuasives. D'autres solutions spéciales peuvent être envisageables en dehors de la gouvernance d'entreprise et pour toutes les parties prenantes (maintien des contrats avec les communautés locales, fournisseurs, etc.). Dans ce cas, les parties prenantes seront effectivement protégées et l'offre ne sera plus entachée d'une insécurité juridique due au pouvoir discrétionnaire des dirigeants. L'initiateur saura parfaitement les contraintes réglementaires protectrices des parties prenantes d'une part, et la stratégie à adopter pour remporter l'offre d'autre part.

**153.** La proposition repose sur un alignement d'intérêts entre les différentes parties intervenantes dans le cadre d'une OPA dans la mesure où les différents intérêts finissent par converger sur le long terme<sup>477</sup>.

**154.** La proposition va au-delà du standard Revlon<sup>478</sup> puisqu'elle s'appliquerait non seulement en cas de mise en vente de la société par le CA, mais également à tout OP. C'est la manière la plus adéquate de protéger les actionnaires en France car, contrairement aux actionnaires au Delaware, ils ne sont ni créanciers de devoirs fiduciaires (« fiduciary duties ») ni bénéficiaires des droits d'évaluation (« appraisal rights »).

**155. Conclusion.** Notre proposition de *lege ferenda* d'apprécier les défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires est conforme aux incitations des administrateurs, à la pratique et n'est pas contraire à la structure générale du droit français. D'un point de vue de cohérence globale du droit des sociétés et de son articulation avec *les* impératifs financiers et boursiers, il nous semble opportun d'adopter une telle proposition.

**156. Conclusion section 1.** La notion d'intérêt social est inopportune en droit des OPA en ce qu'elle accorde aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire préjudiciable à tous les intervenants à l'OPA. Elle crée une incertitude relative à l'issue de l'offre vu que les dirigeants ont le pouvoir de la manier en fonction de leurs propres intérêts. Cette espace discrétionnaire est incompatible avec une logique de marché basé sur l'efficacité des opérations et sur la création des richesses. Si le pouvoir des dirigeants est renforcé au regard de l'imprécision de la notion d'intérêt social, il convient de relativiser ce pouvoir managérial par les limites à la capacité défensive des dirigeants.

---

<sup>477</sup> C. Deniaud, S. Vermeille, Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? op. cit.

<sup>478</sup> Voir note n° 396.

## **SECTION 2 : UNE MONTÉE MESURÉE AU REGARD DES LIMITES À LA CAPACITÉ DÉFENSIVE DES DIRIGEANTS**

Les dirigeants disposent d'un arsenal juridique et financier de défenses anti-OPA qui se heurtent à des barrières légales et réglementaires. Les limites à la capacité défensive des dirigeants font office de garde-fou face à l'opportunisme managérial en période d'OPA. Elles permettent d'une manière plus ou moins efficace d'encadrer la liberté managériale dans l'adoption de tactiques défensives. En effet, face à l'insuffisance des limites légales dans l'encadrement de la capacité défensive des dirigeants (I), les principes directeurs du droit des OPA constituent des limites efficaces (II).

### **I. L'insuffisance des limites légales dans l'encadrement de la capacité défensive des dirigeants :**

L'article L233-32, I du Code de commerce prévoit que la capacité défensive du CA est limitée par les pouvoirs de l'assemblée générale (A) et l'intérêt social. Cette dernière limite, ayant été étudiée en profondeur dans les développements précédents, son analyse ne sera pas réitérée ici. Toutefois, il convient juste de noter que l'intérêt social a deux applications en droit des OPA : (i) d'abord, une application en tant que « boussole » pour les défenses adoptées par le CA en vertu de laquelle le CA prend en compte l'intérêt plus ou moins large de la société<sup>479</sup>. C'est dans ce sens-là que l'intérêt social a été analysé dans les développements précédents ; (ii) Ensuite, l'intérêt social constitue une frontière à ne pas franchir par les mesures anti-OPA, c'est-à-dire une limite dans la capacité défensive des dirigeants. Par exemple, cette limite viendrait à sanctionner la vente d'un actif stratégique à une commandite par actions dont les dirigeants seraient les commandités ou la sanctuarisation des actifs de la société dans une fondation de droit étranger de manière irréversible<sup>480</sup>. Dans ce dernier cas, les limites tirées des principes directeurs du droit des OPA sont plus efficaces pour sanctionner le comportement du dirigeant, car la notion d'intérêt social ne constitue pas un moyen de discipline efficace au regard de son imprécision<sup>481</sup>.

Si les administrateurs violent l'intérêt social en tant que limite légale à leur pouvoir, ils risquent d'engager leur responsabilité, bien que ce risque reste très réduit par rapport aux conséquences préjudiciables qui peuvent découler du comportement des dirigeants en période d'OPA (B).

### **A. Le respect du pouvoir des assemblées générales :**

<sup>479</sup> V. Langenbach, Défenses anti-OPA et intérêt social en droit français et en droit américain, mémoire de recherche, Université Paris 2 – Panthéon-Assas.

<sup>480</sup> A. Viandier, OPA/OPE ; op. cit.

<sup>481</sup> Voir supra. n°122 et s.

157. Cette limite va de soi puisque la loi Florange n'est pas allée jusqu'à modifier la compétence de droit commun des sociétés des assemblées générales. Ainsi, celles-ci demeurent compétentes, notamment pour la modification de l'objet social, l'augmentation ou la réduction du capital, la distribution exceptionnelle de dividendes, la révocation des dirigeants, etc. Néanmoins, si une délégation de pouvoir a été accordée au CA, avant l'offre, pour réaliser l'une de ces opérations, elle demeure valable en période d'offre<sup>482</sup>. Si le CA franchit les limites légales, il risque d'engager sa responsabilité.

## **B. L'inefficacité du régime de responsabilité à limiter le pouvoir des dirigeants :**

L'inefficacité du régime de responsabilité à limiter le pouvoir des dirigeants s'observe à travers l'incompatibilité du droit commun de la responsabilité avec le droit des OPA (1). Cette incompatibilité appelle à une évolution législative et jurisprudentielle (2).

### **1. L'incompatibilité du droit commun de la responsabilité civile avec le droit des OPA :**

158. *Le régime de responsabilité de droit commun.* Ce régime repose sur l'article L225-251 du Code de commerce en vertu duquel les administrateurs peuvent être responsables notamment pour faute de gestion ou en cas de violation des dispositions législatives ou règlementaires. Ainsi, pour engager la responsabilité d'un administrateur, l'actionnaire doit démontrer (i) l'existence d'une faute qui est en l'occurrence la violation de l'intérêt social ; (ii) l'existence d'un préjudice distinct du préjudice de la société<sup>483</sup> et qui revêt la forme de perte de chance<sup>484</sup> ; (iii) et un lien de causalité entre les deux.

159. *Défaillances.* L'application de ce système en droit des OPA présente plusieurs défaillances : (i) la démonstration de la violation de l'intérêt social s'avère délicate au regard des problèmes conceptuels de cette notion qui englobe un « cocktail d'intérêts »<sup>485</sup>. Le CA qui a violé l'intérêt des actionnaires pourrait se prévaloir de la protection des parties prenantes ; (ii) la démonstration d'une perte de chance est incompatible avec la logique du marché, puisque par définition, l'actionnaire s'engage dans une activité à risque et il ne peut pas se prévaloir du fait que le comportement du dirigeant lui a causé une

<sup>482</sup> Voir le régime complet : V. Langenbach et P.-A., Marquet Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA, op. cit. ; M.-A. Noury, Offre publique et abandon du principe de neutralité des dirigeants en période d'offre publique, JCP E 2014, 1019. ; F. Barrière, La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique, op. cit. ; F. Barrière, C. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA ? op. cit.

<sup>483</sup> Com. 9 mars 2010, SA EPF Partners (« Gaudriot »), pourvoi no 08-21.547.

<sup>484</sup> OPA / OPE – Alain Viandier, op. cit.

<sup>485</sup> Expression du Professeur Dominique Schmidt lors du colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa ».

perte, car le risque fait en quelque sorte parti du jeu de l'investissement ; (iii) la preuve du préjudice distinct du préjudice de la société s'avère délicate à apporter si le préjudice est de nature financier<sup>486</sup>.

**160. Droit comparé.** En droit comparé du Delaware, les administrateurs bénéficient, en vertu du régime du droit commun, de la règle d'appréciation commerciale (« *business judgement rule* ») en vertu de laquelle l'administrateur est présumé avoir agi dans l'intérêt des actionnaires à moins qu'il n'existe une preuve explicite de fraude ou de mauvaise foi<sup>487</sup>. Néanmoins, en période d'OPA, en application du standard Unocal<sup>488</sup>, l'administrateur devra passer un double test pour pouvoir bénéficier de cette présomption. Et si le standard Revlon est applicable<sup>489</sup>, les tribunaux mettent en place un examen approfondi où l'administrateur devra prouver (i) la qualité du processus décisionnel employé ; (ii) et le caractère raisonnable de son action à la lumière des circonstances existantes<sup>490</sup>. Contrairement au droit du Delaware, le droit français n'accorde pas une attention particulière à la responsabilité des administrateurs en période d'OPA, alors que celle-ci est marquée par les conflits d'intérêts et par la possibilité accordée au CA de frustrer les actionnaires.

**161. Les devoirs des administrateurs.** Si la construction prétorienne a consacré les devoirs de loyauté<sup>491</sup>, de bonne foi, de confidentialité et de non-conflits d'intérêts des administrateurs, il n'existe pas en droit français des devoirs fiduciaires (« *fiduciary duties* ») à l'instar du droit du Delaware<sup>492</sup>. En effet, il ressort d'une importante décision récente que les devoirs des dirigeants ne découlent pas d'une obligation légale, mais d'un fondement contractuel<sup>493</sup>. L'accord trouvé entre Veolia et Suez nous a privés d'une décision importante pour le droit des OPA relative à la responsabilité individuelle des administrateurs pour les défenses anti-OPA adoptées par la cible. Il n'en demeure pas moins que depuis un arrêt de la Cour de cassation en 2010<sup>494</sup>, la jurisprudence a créé une présomption simple de

<sup>486</sup> V. Langenbach et P.-A., Marquet Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA, op. cit.

<sup>487</sup> Jensen, Michael C., Takeovers: Their Causes and Consequences, op. cit.

<sup>488</sup> Voir supra n°121.

<sup>489</sup> Voir note n° 396.

<sup>490</sup> Cain, Matthew D. and Griffith, Sean J. and Jackson, Jr., Robert J. and Davidoff Solomon, Steven, Does Revlon Matter? An Empirical and Theoretical Study, op. cit.

<sup>491</sup> Voir par exemple: Cass, com., 27 février 1996 « Vilgrain »

<sup>492</sup> Lors du colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa », nous avons posé la question suivante au Professeur Synvet : « Peut-on voir de la décision Scor/covéa une consécration des « *fiduciary duties* ? »

La réponse était la suivante : « : Non, le tribunal ne va pas aussi loin et le jugement ne se hisse pas à ces raisonnements comparatistes. » Le Professeur Pietrancosta ajoute : « C'est assez décevant de ce point de vue-là, car on a une condamnation de l'administrateur sans l'affirmation d'un véritable devoir de loyauté. La jurisprudence de la Cour de cassation allait plutôt dans le sens de la reconnaissance d'une obligation légale de la part du dirigeant et là le fondement de la condamnation c'est le contrat. On a tout contractualisé et d'une certaine manière ceux qui attendaient la consécration d'un devoir fiduciaire resteront sur leur faim, sans doute par commodité par le juge sans se hisser sur le sommet dans lequel on l'attendait ».

<sup>493</sup> T. com. Paris, 1<sup>re</sup> ch., 10 nov. 2020, n° 2019036759, Scor.

<sup>494</sup> Com. 30 mars 2010, Fonds de garantie des dépôts (FGD) c/ Sté Caribéenne de conseil et d'audit (« Crédit Martiniquais »), pourvoi n° 08-178.4.

responsabilité pesant sur chaque administrateur, à charge pour lui de prouver qu'il a agi d'une manière prudente et diligente.

Par conséquent, cette quasi-absence de menace d'engager la responsabilité des administrateurs accentue les conflits d'agence en période d'OPA puisque l'administrateur n'est pas dissuadé d'agir dans son propre intérêt. A la lumière de ce constat, plusieurs évolutions seraient souhaitables.

## **2. Vers une évolution législative et jurisprudentielle de la responsabilité civile des administrateurs en période d'OPA :**

**162. Les conditions de mise en œuvre de la responsabilité.** Il a été soutenu que l'évolution souhaitable serait « *la consécration d'un préjudice propre des actionnaires lorsque la valeur de leurs titres ou le prix de ces derniers subit les conséquences d'une décision du conseil d'administration* »<sup>495</sup>. Cette proposition est pertinente en ce qu'elle permet d'adapter la responsabilité des administrateurs aux impératifs du marché. C'est même l'évolution observable en matière de préjudice subi par les investisseurs en cas d'abus de marché. Ce changement pourrait se faire au niveau de la jurisprudence sans la nécessité d'intervention du législateur. Elle serait compatible avec la proposition de *lege ferenda* d'apprécier les défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires<sup>496</sup>, dans la mesure où la violation de l'intérêt social compris comme étant l'intérêt des actionnaires est facilement démontrable et ne peut faire l'objet d'instrumentalisation managériale.

**163. La consécration d'un principe général de loyauté.** Il serait également souhaitable au regard de l'évolution jurisprudentielle récente avec la décision Scor / Covéa<sup>497</sup> d'orienter celle-ci pour consacrer un principe de loyauté des administrateurs sur un fondement légal et non contractuel, à l'instar de l'évolution jurisprudentielle antérieure à la décision Scor/Covéa qui rattachait le devoir de loyauté au statut légal de l'administrateur. Là encore, la jurisprudence peut s'orienter dans ce sens sans la nécessité d'une intervention législative.

**164. Les modalités de mises en œuvre de la responsabilité, class action.** Au regard du droit positif, les actionnaires ont deux voies d'action pour engager la responsabilité des administrateurs : (i) une action *ut singuli* introduite par un actionnaire et visant à la réparation du préjudice subi par la société ; (ii) une action introduite par un actionnaire prétendant avoir subi un préjudice personnel et indépendant

<sup>495</sup> V. Langenbach et P.-A., Marquet Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA, op. cit., nous soulignons.

<sup>496</sup> Voir supra. n° 132 et s.

<sup>497</sup>T. com. Paris, 1<sup>re</sup> ch., 10 nov. 2020, n° 2019036759, Scor.

de celui qui a pu être subi par la société. Ces deux actions sont difficiles à mettre en œuvre au regard de leurs conditions de recevabilité, ce qui conduit à une irresponsabilité civile de fait des administrateurs en matière de défenses anti-OPA<sup>498</sup>. Ainsi, **l'introduction d'une action collective** (« *class action* ») indépendante de ces deux modalités et ayant pour régime les conditions de mise en œuvre et le principe général de loyauté proposés est de nature à préserver l'intérêt des actionnaires. En effet, l'action collective permettra de réduire l'apathie rationnelle des actionnaires en ce qu'elle réduit les coûts de transaction et en ce qu'elle permet **aux investisseurs particuliers** de défendre leurs intérêts dans les OPA où ils sont lésés à cause d'un éventuel comportement opportuniste des managers<sup>499</sup>. L'introduction d'une action collective se fera probablement à travers le droit européen où il y'a un fort lobbying en faveur de ces actions, concrétisé par la directive du 25 novembre 2020 relative aux actions représentatives visant à protéger les intérêts collectifs des consommateurs<sup>500</sup>.

**165.** Les limites légales du droit positif sont insuffisantes pour encadrer la capacité défensive des dirigeants surtout en ce qui concerne le régime de responsabilité actuelle qui nécessite une adaptation avec le droit des OPA par des évolutions légales et jurisprudentielles. Le *statu quo* serait inefficace pour constituer un garde-fou aux potentiels comportements opportunistes des managers favorisés par l'instrumentalisation de la notion d'intérêt social. Face à cette situation, la capacité défensive des dirigeants doit être également appréciée au regard des principes directeurs du droit des OPA.

## **II. La capacité défensive des dirigeants à l'épreuve des principes directeurs du droit des OPA :**

Voir sur cette question : A. Attar-Rezvani, A. Gargouri, « La capacité défensive des dirigeants à l'épreuve des principes directeurs du droit des OPA », RTDF 2021, n°3, p. 22.

---

<sup>498</sup> V. Langenbach et P.-A., Marquet Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA, op. cit.

<sup>499</sup> T. kirchner, Merger arbitrage, op. cit.

<sup>500</sup> Dir. (UE) 2020/1828 du Parlement européen et du conseil du 25 nov. 2020 relative aux actions représentatives visant à protéger les intérêts collectifs des consommateurs et abrogeant la directive 2009/22/CE.

**190. Conclusion chapitre 1.** Pour réaliser pleinement son effet utile, le marché d'OPA suppose une certaine visibilité sur l'issue de l'offre. Or, la *stakeholder approach* à la française nuit fortement au marché de l'OPA : (i) en créant un espace discrétionnaire profitable aux dirigeants et causé par l'imprécision de la notion d'intérêt social ; (ii) en limitant la responsabilité des dirigeants (iii) ; et en permettant aux dirigeants d'instrumentaliser l'incertitude des dispositifs légaux en leur faveur.

Toutes ces carences sont des sources d'insécurité juridique pour l'actionnaire, le marché et tous les autres intervenants à l'OPA. Pour pallier à ces carences, plusieurs propositions ont été faites : (i) appréciation des mesures anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires ; (ii) modification du régime de la responsabilité par la modification des conditions de sa mise en œuvre et par l'introduction des actions de groupe pour les actionnaires lésés du comportement des managers ; (iii) l'articulation de la capacité défensive et des principes directeurs des OPA se fait au niveau de l'interdiction des défenses absolues.

Ces propositions sont de nature à limiter les coûts d'agence et à entourer le processus d'OPA de plus de garanties en faveur des actionnaires et plus de sécurité juridique pour tous les intervenants.

L'impact de la *stakeholder approach* n'a pas seulement abouti à la montée d'un « managérialisme » en période d'OPA, mais a également renforcé la capacité d'action des parties prenantes. Ce renforcement n'est pas anodin, en ce qu'il constitue une autre source d'insécurité juridique.

## **CHAPITRE 2 : L'IMPACT DE LA STAKEHOLDER APPROACH SUR LES POUVOIRS DES PARTIES PRENANTES : UNE CAPACITÉ D'ACTION RENFORCÉE, SOURCE D'INSÉCURITÉ JURIDIQUE**

En France, les réactions politiques ou sociales suscitées par les OPH doivent être prises en considération par un potentiel initiateur, car elles constituent souvent un facteur déterminant dans la réussite ou l'échec de l'offre<sup>501</sup>. L'accroissement du pouvoir social (*section 1*) est un fait indéniable. Les propos de la défense de Veolia après le succès de l'offre sont très illustratifs : « Plus que le droit boursier, le droit bancaire ou le droit des sociétés, *c'est le social qui a été une des armes les plus redoutables* »<sup>502</sup>. Il en va de même pour l'accroissement du pouvoir politique (*chapitre 2*).

### **SECTION 1 : L'ACROISSEMENT DU POUVOIR SOCIAL**

Historiquement, les syndicats ont toujours eu une influence sur la gouvernance d'entreprise en raison de la doctrine sociale de l'Église catholique romaine du début du XXe siècle prônant le corporatisme<sup>503</sup>. La France, très encline à la protection sociale, notamment dans les opérations qui bouleversent l'entreprise, n'est pas isolée de l'influence des salariés sur les OPA. Il convient de rappeler le régime de protection des salariés en période d'OPA (I) pour ensuite démontrer l'existence d'effets pervers dus à ce régime-là (B).

#### **I. Le régime de protection des salariés en période d'OPA :**

Le pouvoir renforcé des salariés s'observe à travers la consultation du comité sociale et économique « CSE » (anciennement CE), l'actionnariat des salariés et l'engagement post-offre de l'initiateur.

**191. La consultation du CSE.** Le rôle du comité d'entreprise (CE) se limitait avec la loi du 15 mai 2001 à une simple information et uniquement pour la société cible<sup>504</sup>. La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, tirant les conséquences de l'article 6 de la directive OPA, a étendu cette obligation à l'auteur de l'offre<sup>505</sup>. Ensuite, le bilan de l'application de la directive publié en juin 2012 par la Commission européenne a jugé cette obligation d'information insuffisante<sup>506</sup>, d'où la consécration de la consultation

<sup>501</sup> S. Tadjbaksh & P. Hudry, Le marché et les offres publiques, op. cit.

<sup>502</sup> « Veolia – Suez : les coulisses de l'armistice et de la guerre juridique », Business and legal review, 16 juin 2021, disponible : <https://mag.blforums.com/veolia-suez-un-professeur-de-droit-strategie-dans-lombre-des-geants/>

<sup>503</sup> Morck, Randall & Bernard Yeung, 2011. Economics, History, and Causation. NBER Working Paper 16678.

<sup>504</sup> D. Martin, M. Françon, OPA : illustrations des incertitudes « Made in France », op. cit.

<sup>505</sup> Voir sur le régime issu de cette loi, par ex : Th. BONNEAU La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, op. cit. ; F.-M. Laprade et G. Giuliani, op. cit.

<sup>506</sup> Voir sur ce rapport, par ex : P-H Conac, Le droit européen et les OPA, op. cit.

du CE par la loi Florange, rendant celui-ci un acteur central de la procédure<sup>507</sup> : (i) la consultation doit être prise en compte dans l'avis motivé du CA sur les mérites de l'offre ; (ii) le CE rend un avis et peut s'adjoindre les services d'un expert-comptable ; (iii) le CE peut entendre les dirigeants de l'initiateur sur plusieurs points de l'offre, notamment sa politique et ses plans stratégiques. Ces prérogatives sont enfermées dans des délais stricts<sup>508</sup>. La consultation n'est pas jugée nécessaire dans la plupart des autres pays. Par exemple, aux États-Unis, l'offrant doit seulement révéler sa future politique stratégique en cas de succès de l'offre et son implication sur la sphère salariale<sup>509</sup>, ce qui permettra au CA d'apprécier l'offre pour décider ou non d'adopter des défenses anti-OPA<sup>510</sup>. En droit américain, les salariés s'expriment surtout à travers leur position d'actionnaire.

**192. L'actionnariat des salariés.** Les salariés peuvent pénétrer la sphère actionnariale en souscrivant à une augmentation de capital réservée aux salariés ou par une attribution d'actions gratuites par la société. Cette attribution se fait dans la limite de 10%, un seuil pouvant être relevé à 30% si l'attribution gratuite concerne tous les salariés de l'entreprise et à condition que le nombre de titres attribués ne varie pas plus de 1 à 5 à chaque salarié<sup>511</sup>. Devenus actionnaires, les salariés peuvent bloquer une OPA si l'initiateur ne présente pas une offre solide en termes d'emplois (l'échec de l'offre de Sacyr sur Eiffage à cause de la réticence des salariés en est un exemple).

**193. L'obligation de suivi des engagements pris par l'initiateur.** Depuis la loi Florange, l'initiateur doit rendre des comptes au CSE de la cible de la mise en œuvre de ses déclarations d'intentions et, le cas échéant, des engagements qu'il aura pris auprès du comité d'entreprise<sup>512</sup>, au cours du 6e, du 12e et du 24e mois suivant la clôture de l'OPA. Bien que ce dispositif soit important, il semble être inefficace. En effet, il n'est pas accompagné de sanctions spécifiques, sauf le potentiel engagement de la responsabilité civile de l'initiateur. Selon certains commentateurs, l'absence de sanctions se comprend dans la mesure où « *l'initiateur, extérieur à la société, ne saurait être tenu au titre d'une situation dont il ne connaît, au mieux, que les grandes lignes et qui évoluera au gré des changements économiques, technologiques, géopolitiques, et autre* »<sup>513</sup>.

Ce régime peut avoir des conséquences contre-productives.

<sup>507</sup> D. Martin, M. Françon, OPA : illustrations des incertitudes « Made in France », op. cit.

<sup>508</sup> Pour le régime issu de la loi Florange, voir par ex : B. COURTEAULT, Loi « Florange » du 29 mars 2014 : dispositions relatives aux offres publiques, op. cit.

<sup>509</sup> *Item 5 of Schedule 14D-1, SEC Rule.*

<sup>510</sup> V. Langenbach, Défenses anti-OPA et intérêt social en droit français et en droit américain, op. cit.

<sup>511</sup> S. Fu, L. Soulier, 2017, OPA hostile : les différents moyens de défense, Mémoire de recherche HEC, op. cit.

<sup>512</sup> J. Brosset, N. Cuntz, Aspects boursiers de la loi Florange : le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles, op. cit.

<sup>513</sup> F. Barrière & Ch. de Reals, La loi Florange : une loi anti-OPA ? op. cit.

## II. Les effets pervers du régime de protection :

Ces effets pervers seront analysés à la lumière du dossier Veolia / Suez, car il n’y a rien de mieux que la pratique pour expliquer l’efficacité d’une règle juridique. Au regard de la pratique, on peut affirmer que l’obligation de consultation du CSE est de nature à perturber le bon fonctionnement des OPA. En fait, ce n’est pas la consultation du CSE en elle-même qui pose problème, mais les manœuvres dilatoires des salariés qui peuvent en résulter, l’instrumentalisation de la consultation par le CA de la cible et l’effet pervers sur le raisonnement du juge.

**194. S’agissant des manœuvres dilatoires des salariés**, ces derniers n’analyseront probablement l’OPA qu’à travers le prisme du maintien de l’emploi à court terme, c’est-à-dire uniquement dans leurs intérêts personnels et au détriment de l’intérêt à long-terme de l’entreprise<sup>514</sup>. Autrement dit, la protection salariale n’est pas synonyme de long-termisme. Dans le dossier Veolia / Suez, les syndicats de Suez sont même allés à porter plainte auprès du Parquet national financier (PNF) pour trafic d’influence après le succès de l’offre<sup>515</sup>.

**195. Pour l’instrumentalisation de la protection des salariés par le CA**, ce dernier peut profiter de la consultation du CSE pour gagner du temps face à une offre hostile, dans l’espoir de négocier un accord plus intéressant ou de faire échouer l’offre. L’accord de Veolia et Suez en est le parfait exemple puisque Suez a pris des défenses anti-OPA pour obliger Veolia à négocier des termes plus favorables, non pas pour les salariés, mais pour inclure le chevalier blanc avec lequel Suez s’est engagé par un *break-up fee*<sup>516</sup>. En effet, entre la déclaration d’intention faite par Veolia le 5 octobre 2020 et l’accord final trouvé le 14 mai 2021, les engagements sociaux que Veolia a pris pour quatre ans n’ont pas changé. Or, tout au long du processus de l’OPA, Suez n’a cessé d’invoquer l’intérêt des parties prenantes pour faire échec à l’offre de Veolia. Ceci montre que la protection des salariés n’est pas utilisée en pratique pour les protéger, mais pour gagner du temps et/ou faire échouer l’offre afin que le CA puisse se maintenir en fonction. Cette situation explique la colère des syndicats après l’annonce de l’accord entre les deux sociétés et l’on ne saurait résister ici à la tentation de reproduire leur réaction à l’offre : « *Ils nous ont trahis... Le conseil d’administration de Suez s’est lamentablement couché pour se protéger, lui. Suez est mort* »<sup>517</sup>. Autrement exprimés, les salariés de Suez se sont sentis instrumentalisés pendant plusieurs mois par le CA.

<sup>514</sup> C. Deniaud, S. Vermeille, Le projet de réforme du régime des offres publiques d’acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? op. cit.

<sup>515</sup> « Les syndicats de Suez portent plainte pour trafic d’influence », Mediapart, 22 avril 2021 – disponible ici : <https://www.mediapart.fr/journal/economie/220421/les-syndicats-de-suez-portent-plainte-pour-traffic-d-influence>.

<sup>516</sup> Voir note n°381.

<sup>517</sup> « Victoire de Veolia sur Suez: un succès par complicité politique », Mediapart, 14 avril 2021 – Disponible ici : <https://www.mediapart.fr/journal/economie/140421/victoire-de-veolia-sur-suez-un-succes-par-complicite-politique>.

**196. Pour l'effet pervers de la stakeholder approach sur le raisonnement du juge**, il a été affirmé aux États-Unis que la déclaration de la BRT est un geste rhétorique de relations publiques sans aucun impact pratique<sup>518</sup>. En revanche, en France, la *stakeholder approach* ne se limite pas à de simples discours, elle a de véritables impacts et **influence considérablement les juges**. Pourtant, lors de l'entrée en vigueur de la loi Florange, plusieurs commentateurs ont déjà mis en garde le juge contre les déviations possibles de l'obligation de consultation<sup>519</sup> : (i) le climat entourant l'OPH peut, dans certaines circonstances, pousser le juge (surtout en référés) à prendre des décisions ayant un impact important sur le bon fonctionnement des OPA ; (ii) il existe certains tribunaux ayant des tendances pro-salariés<sup>520</sup>.

Dans l'affaire Veolia / Suez, le tribunal judiciaire de Paris, statuant en référés, a décidé la suspension des effets de la cession des actions détenues par la société Engie tant que les CSE concernés n'auront pas été informés et consultés<sup>521</sup>. Plus tard, la Cour d'appel de Versailles a jugé que si l'OPA « s'insérait dans un projet industriel global, une information-consultation devait être menée en amont et à chaque étape du projet »<sup>522</sup>. Autrement dit, les salariés sont non seulement bénéficiaires d'une consultation en vertu du droit spécial des OPA qui intervient à posteriori, mais également d'une information/consultation à priori en vertu du droit commun. Les juridictions dépassent ainsi l'analyse individuelle de toutes les opérations (cession d'actions puis OPA) pour en faire un projet global qui justifierait l'information/consultation. Les délais légaux de cette consultation émanant du droit commun peuvent aller jusqu'à 3 mois, à défaut de conventions collectives prévoyant d'autres délais (notamment plus longs)<sup>523</sup>. Ces décisions, critiquées par certains commentateurs sur des aspects du droit social, démontrent que le juge peut être influencé par l'approche *stakeholders* du droit français et mettre à mal le bon fonctionnement du marché des OPA. En effet, si dans l'affaire Veolia / Suez la Cour d'appel de Versailles a considéré que les délais de trois mois se sont écoulés, dans d'autres affaires à l'avenir, en plus du délai d'un mois prévu pour la consultation du CSE du projet d'offre, un délai de trois mois ou plus pourrait s'imposer à l'initiateur si l'OPA s'insère dans un projet industriel global. Par conséquent, si le critère déterminant c'est le caractère global des opérations, l'effet pervers serait qu'**un potentiel initiateur évite d'annoncer ces intentions, en faisant souffrir l'impératif de**

<sup>518</sup> Expression employée par Bebchuk et Tallarita, in *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, op. cit.

<sup>519</sup> Voir par exemple : F. Barrière & Ch. de Reals, *La loi Florange : une loi anti-OPA ?* op. cit. ; C. Deniaud, S. Vermeille, *Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ?* op. cit.

<sup>520</sup> Dans *Veolia-Suez*, « certains déconseillaient de plaider au fond, pointant la tendance pro-salariés du tribunal judiciaire de Nanterre », « *Veolia – Suez : les coulisses de l'armistice et de la guerre juridique* », *Business and legal review*, 16 juin 2021, disponible : <https://mag.blforums.com/veolia-suez-un-professeur-de-droit-strategie-dans-lombre-des-geants/>.

<sup>521</sup> *Affaire Veolia-Suez : l'employeur au soutien des représentants du personnel !* - Gilles Auzero ; Voir : TJ Paris, ord. réf., 9 oct. 2020, n° 20/56077.

<sup>522</sup> M.-Cl. Pottecher et J. Icard *Le contrôle du CSE et les crises*, Voir : *CA Versailles*, 15 avr. 2021, n° 21/00381, n° 21/00382 et n° 21/00402 et n° 21/00378.

<sup>523</sup> Propos tirés de l'intervention du Professeur Julien Icard lors d'un colloque organisé le 26 mai 2021 « *Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa* ».

**transparence des marchés.** En effet, l'initiateur serait tenté de décomposer les opérations pour éviter la qualification de projet industriel global et les effets que cette qualification peut emporter sur le bon fonctionnement de son offre.

**197. Conclusion.** Ces effets pervers montrent que le juge devrait prendre du recul par rapport aux faits en s'interrogeant sur l'impact de sa décision sur les prochaines opérations d'OPA. De même, il doit mesurer sa décision au regard d'un principe fondamental en droit qui est la sécurité juridique, car de telles décisions participent à l'ambiguïté du droit des OPA français.

Le renforcement du pouvoir des salariés en période d'OPA n'est pas un problème en tant que tel, le problème réside dans l'utilisation abusive de ce pouvoir et l'insécurité juridique qu'il peut engendrer. Ainsi, l'accroissement du pouvoir social en période d'OPA est de nature à limiter l'opération dans la réalisation de son effet utile. Il en va de même pour l'accroissement du pouvoir politique.

## **SECTION 2 : L'ACROISSEMENT DU POUVOIR POLITIQUE**

La politique économique dirigiste française remonte aux sociétés commerciales de l'époque de Louis XIV<sup>524</sup>. En Europe, la France est souvent citée comme une championne du protectionnisme économique, que ce soit par le populisme du débat public, les déclarations hostiles aux investissements étrangers des différents patrons de Bercy depuis les années 70, ou encore par l'arsenal juridique propre aux investissements étrangers. Il convient ainsi d'étudier les manifestations de l'interventionnisme étatique dans le marché du contrôle des entreprises (I), avant d'analyser, plus spécifiquement, ses impacts sur le marché des OPA (II).

### **I. Les manifestations de l'intervention du pouvoir politique dans le marché du contrôle des entreprises :**

**198. Le contrôle des investissements étrangers.** La loi du 28 décembre 1966 relative aux relations financières avec l'étranger a instauré le régime de contrôle des investissements étrangers en soumettant de tels investissements dans certains secteurs d'activités à l'autorisation du ministre de l'Économie<sup>525</sup>. Depuis, le champ d'application de la sphère interventionniste au sein du marché du contrôle des

---

<sup>524</sup> Milhaupt, Curtis J. and Pargendler, Mariana, *Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform* (April 1, 2017). Cornell International Law Journal, Vol. 50, No. 3 (2017 Forthcoming), European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 352/2017, FGV Direito SP Research Paper Series No. 155, NYU Law and Economics Research Paper No. 17-12, Columbia Law and Economics Working Paper No. 566.

<sup>525</sup> D. Martin, M. Françon, *OPA : illustrations des incertitudes « Made in France »*, op. cit.

entreprises s'est souvent défini, soit en réaction à certaines opérations, soit pour en avorter d'autres, pour ne citer que le décret sur les secteurs protégés<sup>526</sup>, l'« amendement Renault-Nissan »<sup>527</sup>, l'« amendement Danone »<sup>528</sup>. Dans le cadre de ces amendements, le Parlement a été privatisé pour les intérêts particuliers de certaines entreprises considérées comme étant les fleurons de l'économie. De même, après la tentative d'acquisition d'Alstom par General Electric et l'OPH de Mittal sur Arcelor, entraînant des conséquences négatives pour les employés d'Arcelor, notamment sur le site de Florange, la réaction de l'État s'est faite à travers la loi Florange et par le décret *Montebourg*<sup>529</sup>, les deux textes marquant une emprise de l'interventionnisme sur le droit français.

Aux termes de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier, le contrôle du ministre de l'Économie s'applique aux investissements étrangers réalisés dans une activité en France, qui participe à l'exercice de l'autorité publique ou aux activités de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou intérêts de la Défense nationale, ainsi qu'à d'autres activités dont la liste ne cesse de s'élargir au fil du temps<sup>530</sup>. Le renforcement de l'arsenal juridique relatif au contrôle des investissements étrangers s'est fait cette dernière décennie par : (i) le décret du 14 mai 2014 (*Montebourg*) ajoutant d'autres activités aux onze domaines qui existaient précédemment ; (ii) le décret du 29 novembre 2018 incluant toutes les activités innovantes ; (iii) par la loi Pacte du 22 mai 2019 « conférant au ministre un pouvoir de police économique substantiellement élargi » ; (iv) le règlement (UE) n° 2019/452 établissant un cadre pour le contrôle des investissements étrangers ; (v) le décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019 et l'arrêté du 31 décembre 2019 destinés à simplifier la procédure ; (vi) l'arrêté du 27 avril 2020 relatif aux investissements étrangers en France élargissant le domaine d'activité sous contrôle<sup>531</sup>.

**199. Les droits de vote double.** La loi Florange a introduit une attribution automatique de droits de vote double aux actionnaires détenant des actions nominatives entièrement libérées depuis deux ans, les statuts pouvant déroger à ce principe. Ces droits sont essentiellement conçus pour répondre à un objectif étatique puisqu'ils permettent à l'État de vendre une partie de ses participations pour réduire la dette tout en maintenant son poids en droits de vote<sup>532</sup>. Par ailleurs, les droits de vote doubles permettent d'exclure indirectement les actionnaires étrangers de leur bénéfice, vu que ces actionnaires

<sup>526</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 du code monétaire et financier, J.O. du 31 décembre 2005, p. 20779.

<sup>527</sup> Art. L. 433-3 IV C. mon. et fin., réécrit par l'art. 2 IV de la présente loi ; v. L. Faugérolas, L'offre obligatoire étendue à la filiale étrangère de la cible (article 34 de la loi Breton), Bull. Joly Bourse, nov. 2005, § 175, p. 706 ; T. Bonneau, obs. Dr. soc., déc. 2005, p. 42 ; RDBF, janv.-fév. 2006, p. 46, chron. Ph. Portier.

<sup>528</sup> Art. L. 433-1 V C. mon. et fin., introduit par l'art. 1<sup>er</sup> de la présente loi.

<sup>529</sup> Décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable.

<sup>530</sup> Voir par exemple : D. Fornoni, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, op. cit.

<sup>531</sup> Pour plus de détails sur ce régime, voir : Droit européen des sociétés (janvier 2020 – juin 2020) - Chronique par Edmond SCHLUMBERGER ; Droit des sociétés n° 8-9, Août 2020, chron. 4.

<sup>532</sup> B. COURTEAULT, Loi « Florange » du 29 mars 2014 : dispositions relatives aux offres publiques, op. cit.

apparaissant généralement non pas au nominatif, mais au travers la banque intermédiaire<sup>533</sup>. L'esprit protectionniste des droits de vote double est même un aveu de la part du gouvernement français qui a affirmé que ces droits lui permettraient de « renforcer la cohérence de sa stratégie pour le pays »<sup>534</sup>.

L'on remarque que, par le contrôle des investissements étrangers et les droits de vote doubles, l'ingérence des pouvoirs publics tend à être plus fréquente. Elle n'est pas non plus anodine.

## **II. Les impacts de l'interventionnisme politique sur le marché des OPA :**

L'intervention du pouvoir politique dans le marché du contrôle des entreprises en général et, le marché des OPA en particulier, a de lourdes conséquences. Cet interventionnisme a non seulement favorisé la montée d'un nationalisme économique (A), mais également a créé une sorte d'insécurité dans le marché des OPA (B).

### **A. La montée du nationalisme économique :**

**200. *Le nationalisme économique.*** Le nationalisme est « la volonté politique de favoriser les initiés territoriaux par rapport aux étrangers par le biais de politiques protectionnistes »<sup>535</sup>. Le droit des sociétés s'est trouvé malgré lui au cœur de réponses politiques favorisant une tendance, souvent avouée, de protectionnisme. Plusieurs facteurs favorisent l'interconnexion entre le droit des sociétés et le nationalisme économique : (i) l'absence de coordination internationale qui conduit à favoriser le bien-être local au bien-être mondial<sup>536</sup> ; (ii) l'alliance des forces nationales, composée surtout des « salariés et des élites dirigeantes, s'accrochant à leurs privilèges »<sup>537</sup> ; (iii) l'attrait populaire du sentiment nationaliste ; (iv) la montée de certains courants politiques nationalistes qui poussent les gouvernements en place à adopter des mesures nationalistes pour capter les électeurs attirés par ces courants-là<sup>538</sup>.

**201. *Les méthodes protectionnistes.*** L'État utilise plusieurs méthodes pour mettre en œuvre sa politique nationaliste : (i) la « persuasion » morale où l'État déclare son opposition à l'OPA au stade

<sup>533</sup> P.-H. Conac, *Le droit européen et les OPA*, op. cit.

<sup>534</sup> AGENCE DES PARTICIPATIONS DE L'ÉTAT, *L'ÉTAT ACTIONNAIRE* (2014-2015).

<sup>535</sup> Pargendler, Mariana, *The Grip of Nationalism on Corporate Law* (January 23, 2019). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 437/2019.

<sup>536</sup> *Ibidem*.

<sup>537</sup> *Ibidem*.

<sup>538</sup> Dinc, Serdar and Erel, Isil, *Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions* (May 18, 2012). Charles A. Dice Center Working Paper No. 2009-24, Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-024.

de la rumeur<sup>539</sup> (exemple : Carrefour)<sup>540</sup> ; (ii) la création de champions nationaux « trop grands pour être rachetés ». Cette dernière méthode est celle qui a conduit le gouvernement français de l'époque à soutenir la fusion Elf et Total Fina car la fusion créera « un groupe pétrolier français qui se situe quasiment au niveau des trois leaders mondiaux et donc réellement protégé de toute tentative de prise de contrôle par une [société] anglo-saxonne ou américaine »<sup>541</sup> ; (iii) l'encouragement des fusions entre les sociétés nationales, par exemple : la fusion de Suez et GDF pour repousser l'offre de l'italien Enel.

**202. La France, championne du protectionnisme.** Le protectionnisme à la française ou le paradoxe français consiste à pratiquer une « mondialisation à la carte »<sup>542</sup>. Il s'agit de soutenir les acquisitions des sociétés étrangères par les sociétés françaises, tout en appliquant une politique protectionniste pour lutter contre les prises de contrôle étrangères. Exprimée par un auteur, cette politique consiste à dire que : « *ce qui est à moi est à moi, et ce qui est à toi est ouvert à la négociation* »<sup>543</sup>. Ce protectionnisme laisse craindre des mesures de représailles à l'étranger des sociétés françaises qui sont de plus en plus présentes dans plusieurs juridictions.

**203. L'incompatibilité du protectionnisme avec le droit européen.** Le nationalisme économique est incompatible avec la construction européenne du droit des affaires qui repose sur la libre circulation des biens, des services, des établissements et des capitaux<sup>544</sup>. Cette incompatibilité a poussé le droit européen à militer pour éliminer les barrières protectionnistes sur le marché du contrôle des sociétés<sup>545</sup>. Néanmoins, dans ce domaine-là, la directive OPA de 2004 a été un échec, ou même selon certains commentateurs, « *un échec spectaculaire* »<sup>546</sup>. Cette affirmation s'explique par l'incapacité du compromis européen à supprimer les obstacles structurels au marché du contrôle des sociétés pour promouvoir un marché unique des capitaux. En effet, la transposition de la directive s'est faite par les États-membres avec un esprit protectionniste, poussant l'un des commentateurs à affirmer qu'elle « ne valait pas le papier sur lequel elle était écrite »<sup>547</sup>. C'est dans ce contexte qu'un rapport de la Commission européenne de 2007 avait montré que la transposition de la directive s'était faite dans de nombreux États membres dans un esprit protectionniste<sup>548</sup>, un esprit honoré par la loi Florange via l'abandon du principe de neutralité et l'adoption des droits de vote double.

<sup>539</sup> *Ibidem*.

<sup>540</sup> Voir infra n° 207.

<sup>541</sup> Propos de l'ancien Ministre des finances Dominique Strauss-Kahn tirés de Owen, David, 1999. Paris Backs TotalFina Link With Elf. *Financial Times*, 7 July 1999. Factiva id: FTFT000020010905dv7700r8l.

<sup>542</sup> Patrick Sabatier, *Europe Faces Globalization – Part I* (“Wealthy nations practice globalization à la carte, by pursuing foreign firms and protecting their own”), YALE GLOBAL ONLINE (May 16, 2006).

<sup>543</sup> *Ibidem*.

<sup>544</sup> Dinc, Serdar and Erel, Isil, *Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions*, op. cit.

<sup>545</sup> Pargendler, Mariana, *The Grip of Nationalism on Corporate Law*, op. cit.

<sup>546</sup> Luca Enriques, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, 2 (UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 24/2010), available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1523307](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523307), nous soulignons.

<sup>547</sup> Vanessa Edwards, *The Takeover Directive – Not Worth the Paper It's Written On?*, 1 EUR. COMP. & FIN. L. REV. 416, 417.

<sup>548</sup> B. Lecourt, *Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA : Rev. sociétés 2007*, p. 192.

**204. Conclusion.** Dans le contexte actuel marqué par les tendances protectionnistes, accentuées par la crise sanitaire, il serait inopportun de réviser la directive OPA car cette révision pourrait « conduire en définitive à un renforcement des défenses anti-OPA, les États membres saisissant l'occasion de modifier la directive dans ce sens sans se limiter aux seules mesures d'adaptation techniques »<sup>549</sup>. La montée du protectionnisme importe un effet d'insécurité juridique.

### **B. L'incertitude du marché des OPA :**

**205. Impact sur le résultat de l'offre et sa fréquence.** Plusieurs études montrent qu'une OPA a plus de chances de réussir si le gouvernement la soutient, tandis qu'elle a plus de chances d'échouer si le gouvernement y résiste<sup>550</sup>. En plus de cet impact direct, le nationalisme a un impact indirect dans la mesure où il dissuade les entreprises étrangères d'acquérir d'autres entreprises dans le pays où il y'a une forte tendance protectionniste<sup>551</sup>. Ainsi, comme la doctrine économique préfère la fréquence des offres sur le prix proposé<sup>552</sup>, le nationalisme serait de ce point de vue une entrave à l'efficacité du marché des OPA.

**206. Insécurité juridique.** Par ailleurs, le protectionnisme étatique crée un espace discrétionnaire en faveur des politiques au détriment du bon déroulement de l'offre. Si pratiquement toutes les puissances économiques connaissent un contrôle des investissements étrangers, la qualité de la norme juridique ainsi que l'instrumentalisation du contrôle étatique sont des enjeux majeurs pour que la logique protectionniste n'empêche pas l'OPA de réaliser son effet utile.

**La qualité de la norme juridique.** La réglementation relative aux investissements étrangers soulève deux types de problèmes en termes de sécurité juridique :

- (i) L'Administration a deux mois à partir de la date à laquelle elle considère que le dossier est complet pour se prononcer sur la demande d'autorisation<sup>553</sup>. La date du début de délai peut présenter un risque d'abus, dans la mesure où il revient à l'appréciation souveraine de l'administration de considérer si le dossier est oui ou non complet. Cet espace discrétionnaire crée une incertitude sur le calendrier de l'opération ;
- (ii) Le périmètre de la réglementation est incertain dans la mesure où il y'aura toujours des interrogations pour savoir si l'activité nécessite oui ou non une autorisation. Ce champ

<sup>549</sup> P.-H. Conac, Le droit européen et les OPA, op. cit.

<sup>550</sup> Dinc, Serdar and Erel, Isil, Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions, op. cit.

<sup>551</sup> *Ibidem*.

<sup>552</sup> Gilson, Ronald J. and Schwartz, Alan, An Efficiency Analysis of Defensive Tactics, op. cit.

<sup>553</sup> D. Martin, M. François, OPA : illustrations des incertitudes « Made in France », op. cit.

d'application large « *laisse place à une insécurité juridique néfaste* »<sup>554</sup>. Par exemple, la tentative d'OPA de Danaher sur Ingenico en 2010 a fait l'objet de l'application de la réglementation sur les investissements étrangers, alors que cette application est largement contestable<sup>555</sup>. Ainsi, il est recommandé aux sociétés d'appliquer le principe de prudence en faisant systématiquement les démarches si un doute existe sur l'application de la réglementation.

***L'instrumentalisation du contrôle.*** Le contrôle peut se transformer à une défense anti-OPA, d'origine légale et réglementaire, qui priverait les actionnaires de la possibilité d'apporter leurs titres à l'offre<sup>556</sup>. En effet, souvent en pratique, la réglementation est utilisée comme une défense efficace (et non absolue) pour négocier avec l'initiateur les conditions de l'offre car toute incertitude est souvent désavantageuse pour l'acquéreur potentiel. La défense anti-OPA se présente ici comme une arme qui permet de jouer contre le temps. En revanche, si l'efficacité de la défense dépasse le levier de la négociation et va jusqu'à empêcher la réalisation de l'offre, les actionnaires seraient fondés à contester le refus d'autorisation devant les tribunaux, notamment pour contester la conventionalité du décret Montebourg relativement au principe de sécurité juridique<sup>557</sup>. De ce point de vue, si l'autorisation est instrumentalisée par les pouvoirs étatiques, il n'aura plus de visibilité sur l'issue de l'offre. L'absence de visibilité est contraire à l'impératif boursier de transparence et à la sécurité juridique que chaque intervenant dans l'OPA devrait en bénéficier.

**207. Étude de cas : Carrefour / Couche-Tard.** Carrefour appartient à la liste des entreprises jugées intouchables par les étrangers<sup>558</sup>. Le premier employeur privé de France s'était rapproché en janvier 2021 du groupe canadien Couche-Tard, un rapprochement rejeté par le ministre de l'Économie pour préserver la souveraineté alimentaire. Si on pousse ce raisonnement jusqu'au bout, il signifie que si Carrefour était acquise par un groupe étranger elle ne pourrait plus assurer l'approvisionnement des Français en alimentation, ce qui est absurde. Le plus surprenant dans cette offre, c'est que Bercy n'a même pas pris la peine d'étudier le projet du groupe canadien ou ses éventuels sacrifices pour obtenir l'autorisation nécessaire. Comme le soulignait l'un des praticiens, « le paradoxe est qu'Alstom vient

<sup>554</sup> D. Fornoni, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, op. cit., *nous soulignons*.

<sup>555</sup> Deniaud, S. Vermeille, Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? op. cit.

<sup>556</sup> D. Fornoni, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, op. cit.

<sup>557</sup> *Ibidem*.

<sup>558</sup> Patrick Sabatier, *Europe Faces Globalization – Part I* (“Wealthy nations practice globalization à la carte, by pursuing foreign firms and protecting their own”), YALE GLOBAL ONLINE (May 16, 2006).

de conclure l'acquisition de l'unité ferroviaire du groupe canadien Bombardier »<sup>559</sup>. On revient ici à la « mondialisation à la carte »<sup>560</sup> pratiquée par la France.

**208. Étude de cas : Veolia / Suez.** L'intervention étatique dans ce dossier-là se fait non pas contre une société étrangère, mais une société purement française ; Veolia. Ce n'est plus le CA de la cible et l'initiateur qui négocient l'offre, mais c'est l'initiateur avec le CA et les pouvoirs publics. En effet, le gouvernement a exprimé quatre exigences sur le dossier : la sauvegarde de l'emploi, celle aussi "*d'une logique industrielle*", "*le respect des règles de concurrence pour le marché de l'eau et de l'assainissement dans les collectivités territoriales*" et finalement "*le respect des règles de souveraineté pour que ce segment stratégique demeure sous pavillon national*"<sup>561</sup>. En plus de ces exigences-là, lors du dépôt de l'offre, le Ministre de l'Économie s'est publiquement exprimé pour dénoncer l'opération et annoncé la saisie de l'AMF<sup>562</sup>. Ce cas montre l'immixtion des pouvoirs politiques dans le déroulement de l'offre.

Ces deux exemples montrent que (i) l'État a des lignes rouges infranchissables en matière d'opérations de fusions entre entreprises, peu importe les engagements que l'initiateur serait prêt à présenter ; (ii) le protectionnisme n'atteint pas seulement les sociétés étrangères, mais également les sociétés françaises ; (iii) le protectionnisme est nuisible au bon déroulement de l'offre.

**209. Conclusion.** L'incertitude sur l'issue de l'offre ne s'observe pas qu'au niveau du pouvoir discrétionnaire des dirigeants ou des pouvoirs des salariés, mais également au niveau du pouvoir étatique. L'on est ainsi tenté à affirmer que l'OPA, opération boursière par excellence, devrait se régler sur le marché et non pas à Bercy ou à Matignon. Autrement dit, « ***Ce sont les actionnaires, et non les politiciens, qui devraient décider de la manière de gérer leurs entreprises*** »<sup>563</sup>. Le contrôle des investissements étrangers reste légitime, mais l'intervention étatique devra se limiter à la sphère réglementaire et non pas politique via des pressions sur l'initiateur, dans le but de protéger des entreprises souvent surendettées et sous-capitalisées.

<sup>559</sup> Martin (D.), Protectionism is back on the French economic menu, Financial Times – 17 février 2021.

<sup>560</sup> Patrick Sabatier, *Europe Faces Globalization – Part I*, op. cit.

<sup>561</sup> « Offensive de Veolia sur Suez : Jean Castex demande «que les discussions se poursuivent», Franceinfo, 06/10/2020, disponible : [https://www.francetvinfo.fr/politique/jean-castex/gouvernement-de-jean-castex/offensive-de-veolia-sur-suez-jean-castex-demande-que-les-discussions-se-poursuivent\\_4130907.html](https://www.francetvinfo.fr/politique/jean-castex/gouvernement-de-jean-castex/offensive-de-veolia-sur-suez-jean-castex-demande-que-les-discussions-se-poursuivent_4130907.html).

<sup>562</sup> « Bruno Le Maire : « L'offre de Veolia pour Suez n'est pas amicale et cela contrevient aux engagements pris » : Europe 1, 08 février 2021 – disponible ici : <https://www.europe1.fr/economie/bruno-le-maire-loffre-de-veolia-pour-suez-nest-pas-amicale-et-cela-contrevient-aux-engagements-pris-4023789>.

<sup>563</sup> Jessop, Julian, Shareholders, Not Politicians, Should Decide on Takeovers, op. cit. ***nous soulignons***.

L'emprise du protectionnisme étatique sur le débat en France est tellement puissante, que certains députés ont même proposé l'interdiction des OPH en période d'urgence sanitaire<sup>564</sup>, comme si c'était la solution à la crise économique et sanitaire. Généralement, et cela rejoint nos précédents propos, l'échec des politiques les conduisent souvent à caricaturer et simplifier certaines opérations, afin d'échapper à la responsabilité (politique). La société commerciale en générale, et la gouvernance d'entreprise et le marché des OPA en particulier, sont des cibles parfaites pour atteindre cet objectif.

---

<sup>564</sup> « Suez/Veolia : Person (LREM) veut interdire les OPA hostiles pendant la crise sanitaire ! », La Tribune, 4 octobre 2020, disponible : <https://www.latribune.fr/economie/france/suez-veolia-person-lrem-veut-interdire-les-opa-hostiles-pendant-la-crise-sanitaire-858907.html>.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

**211. *Amat victoria curam.*** Au terme de cette étude, il ne fait aucun doute que la gouvernance d'entreprise façonne la réflexion sur les OPA en France.

D'abord, dans le débat entre les différents modèles de gouvernance, la France a fait plusieurs choix : (i) le choix portant sur l'intérêt social (l'objet de la société), à savoir l'intérêt de l'entreprise qui englobe l'intérêt des actionnaires et de ses parties prenantes ; (ii) le choix de l'organe compétent pour adopter des défenses anti-OPA : le conseil d'administration ; (iii) le choix de l'intérêt à prendre en compte dans l'adoption des défenses anti-OPA.

Ensuite, ce choix étant fait, l'approche *pro-stakeholders* adoptée par la France dans le cadre des OPA a un impact concret sur bon fonctionnement des OPA et du marché. Il a été démontré que cette approche n'est pas anodine et crée une insécurité juridique pour le marché des OPA et pour tous les principaux intervenants dans cette opération. Cet espace discrétionnaire a conduit à : (i) la montée en puissance du managérialisme ; (ii) l'accroissement du pouvoir politique et social dans l'OPA.

**En tenant compte de** (i) l'importance des OPA comme facteur de croissance de l'économie ; (ii) des facteurs déterminants l'efficacité du marché des OPA (défenses anti-OPA, activité d'arbitrage) ; (iii) des critiques de la loi Florange en termes d'abandon du principe de neutralité et des objectifs annoncés par la loi ; (iv) de l'imprécision de la notion d'intérêt social ; (v) de l'insuffisance des limites légales à encadrer les éventuels abus du management ; (vi) de la montée du protectionnisme et de l'incertitude du pouvoir des salariés ; **il a été proposé de** : (i) modifier le régime de contestation du prix de l'offre ; (ii) d'apprécier les défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires ; (iii) de modifier régime de responsabilité civile des administrateurs en période d'OPA ; (iv) d'articuler la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA, au niveau de l'interdiction des défenses absolues.

Ces propositions nous semblent les plus pertinentes, à l'heure actuelle : (i) elles ne bouleversent pas la philosophie générale du droit français ; (ii) elles permettent d'assurer la sécurité juridique, principe fondamental de l'État du droit ; (iii) elles permettent à l'OPA de réaliser son effet utile sur le marché ; (iv) elles permettent de protéger les actionnaires et tous les intervenants dans une opération d'OPA ; (v) elles contribuent à la responsabilisation des dirigeants.

Ainsi, le balancier entre les modèles de gouvernance d'entreprise doit, selon nous, basculer en faveur des actionnaires **dans le cadre de l'appréciation des défenses anti-OPA.**

*In fine*, le balancier entre les modèles de gouvernance d'entreprise et ses impacts sur le marché des OPA nous amène à nous interroger si on est éternellement condamné de repasser d'un cycle à un autre ?<sup>565</sup> S'il a été souligné par certains qu'on devrait saluer la flexibilité du système qui s'ajuste en fonction du contexte macro-économique aux modèles de gouvernance d'entreprise, pour d'autres il existe des alternatives, notamment la création d'un « *business case* » de la soutenabilité par un modèle non pas antagoniste, mais basé sur l'alignement des intérêts<sup>566</sup>. Ce modèle raisonne en termes de croissance et de création de valeur, plutôt que de mouvements de vases communicants entre l'intérêt des autres et l'intérêt des uns<sup>567</sup>.

---

<sup>565</sup> Voir Podcast « Le Corporate Purpose, l'actualité internationale du droit des sociétés » - Épisode 1, Orrick, disponible : <https://www.orrick.com/fr-FR/Podcasts/Decryptages>

<sup>566</sup> A. Edmans, *Grow the Pie – How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, op. cit.

<sup>567</sup> Voir Podcast « Le Corporate Purpose, l'actualité internationale du droit des sociétés » - Épisode 1, Orrick, disponible : <https://www.orrick.com/fr-FR/Podcasts/Decryptages>

## **BIBLIOGRAPHIE**

### **OUVRAGES**

#### **Droit français**

- J.-L. Beffa**, La France doit agir, Le Seuil, 2013.
- C. Champaud**, Manifeste pour la doctrine de l'entreprise, Larcier, 2011.
- A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet, D. Robine**, Droit financier, 2019, 3<sup>e</sup> édition, Dalloz.
- M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy**, Droit des sociétés, 33<sup>e</sup> éd., Lexis Nexis, 2020.
- O. Jouanjan**, « L'Etat de droit », in *Dictionnaire de philosophie politique*, Ph. Raynaud, S. Rials, dir., *Dictionnaire de philosophie politique*, Paris : puf, 1996.
- N. Molfessis, D. Martin, G. Canivet**, Les offres publiques d'achat, LexisNexis, 2009.
- A. Viandier**, OPA-OPE et autres offres publiques, 2014, 5<sup>ème</sup> éd., Éd. Francis Lefebvre.

#### **Droit comparé**

- Arrow, K. J.**, The limits of organization, 1974.
- Burrough, B., J. Heylar**, Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco, HarperCollins, 2003,
- Clark, R. C.**, Corporate Law, (1986).
- Edmans, A.**, Grow the Pie – How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit.
- Freeman, R.E.**, 2010. Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge University Press.
- Kirchner, T.**, « Merger Arbitrage », *Merger Arbitrage*.
- Kraakman, R.**, et al., The Anatomy of Corporate Law, (3d edition DATE), 2017.
- Mayer, Colin**, Prosperity: Better Business Makes the Greater Good (2018).
- Mayer, Colin**, Firm Commitment: Why the Corporation is Failing Us and What to Do About It (2018).
- Melka, L., A. Shabi**, Merger Arbitrage – a fundamental approach to event-driven investing.

### **ARTICLES**

#### **Droit français**

- F. Barrière, C. de Reals**, La loi Florange : une loi anti-OPA?, Rev. sociétés 2014, p. 279.
- F. Barrière**, La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique, Bulletin Joly Bourse - n°10 - page 508.
- J.-P. Bertrel**, La position de la doctrine sur l'intérêt social, Dr. et patr. avr. 1997, p. 42, spéc. p. 46.
- Delvolvé P.**, « La loi PACTE et l'entreprise », RFDA 2019, p. 589.
- P. Bézard**, Les offres publiques d'achat : éd. Masson – Annexe II « Décision générale de la Commission des opérations de bourse relative aux offres publiques d'achat et d'échange en date du 25 juillet 1978 » : JO 13 août 1978, p. 158.

**J.-F. Biard, J.-P. Mattout**, Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier, *Banque et droit* 1993, n° 28, p. 3 ; F. Peltier, Règles de bonne conduite des OPA, *Bull. Joly Bourse* 1999.

**D. Bompont**, Les actes du colloque - La réforme des offres publiques en cours : loi Florange, loi anti-OPA ?, *Revue Droit & Affaires* n° 11, Avril 2013, 14.

**Bourdieu, P. et Saint-Martin (de), M.**, (1978), Le patronat, *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 20-21, 3-82.

**J. Brosset, N. Cuntz**, Aspects boursiers de la loi Florange : le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles, *RD bancaire et fin.* 2014 étude 7.

**E. Cafritz, D. Caramalli**, La licéité contestée des “ bons Plavix ”, *Mélanges AEDBF IV*, 2004, p. 67 ; P.-H Conac, Le droit européen et les OPA, *Cahiers de droit de l'entreprise* n° 6, Novembre 2014, dossier 37.

**P.-H. Conac**, Les bons de souscription d'actions « Plavix » et les principes généraux des offres publiques, *Rev. Soc.*, 2005, p. 321.

**B. COURTEAULT**, Loi « Florange » du 29 mars 2014 : dispositions relatives aux offres publiques, *Revue Lamy droit des affaires*, N° 96, 1er septembre 2014.

**A. Couret**, L'état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966, *BJS juill.* 2016, n° 115e9, p. 433. 32.

**J.-J. Daigre**, Le gouvernement d'entreprise : feu de paille ou mouvement de fond ? *Dr. et patrimoine*, juill.-août 1996, p. 24.

**J. Deege**, Défenses anti-OPA, *Joly Bourse Études*, 2020.

**C. Deniaud, S. Vermeille**, Le projet de réforme du régime des offres publiques d'acquisition en France : Quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? *RTDF n°4-2013 / n°1-2014*, p. 116, spéc. p. 132.

**M.-N. Dompé**, La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres, *Dr. sociétés* 2006, étude 19.

**O. Dufour**, La loi Florange inquiète les spécialistes de droit boursier, *LPA*, 13 novembre 2013, p. 3.

**D. Fornoni**, Le rôle toujours essentiel des actionnaires dans le processus de défense anti-OPA, même à la suite de la loi Florange, *RTD Com.* 2015 p.31.

**Th. Forschbach**, L'augmentation de capital en cours d'OPA, *RD banc. bourse* janv.-fév. 1990, p. 30 s.

**G. Goffaux-Callebaut**, La définition de l'intérêt social, *RTD Com.* 2004 p. 35.

**J. Granotier**, Offre publique de Veolia sur Suez : précisions sur les conditions d'ouverture d'une préoffre publique d'acquisition, Note sous Cour d'appel de Paris, Pôle 5, Chambre 7, 11 février 2021, arrêt numéro 20/13807, *Droit des sociétés* n° 4, Avril 2021, comm. 50.

**V. Langenbach et P.-A., Marquet**, Intérêt social et responsabilité des administrateurs dans l'adoption des mesures de défense anti-OPA, *Revue Droit & affaires*.

**F.-M. Laprade et G. Giuliani**, La réforme des offres publiques d'acquisition, Novembre 2006, *Revue de Droit bancaire et financier* n° 6, Novembre 2006, étude 20.

**H. Le Nabasque**, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n°2006-387 du 31 mars 2006, *Rev. sociétés* 2006, p. 237.

**B. Lecourt**, Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA : *Rev. sociétés* 2007, p. 192.

**D. Martin, D. Poracchia**, Regard sur l'intérêt social, *Rev. sociétés* 2012, p. 475.

**D. Martin, B. Kanovitch**, B.-O. Becker, *RTDF* n°1-2006, p. 100-101.

**D. Martin, M. Françon**, OPA : illustrations des incertitudes « Made in France », *Cahiers de droit de l'entreprise* n° 6, Novembre 2014, dossier 36.

**D. Martin, 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.

**O. Maurel**, La responsabilité des entreprises en matière de droits de l'homme, *Doc. fr., coll. Les études de la CNCDH*, 2009, vol. 1, p. 66 s.

**E. Mackaay et S. Rousseau**, *Analyse économique du droit*, Dalloz - Thémis, 2<sup>e</sup> éd., 2008, p. 455 s.

**J.-M. Moulin**, La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 transposant la Directive OPA du 21 avril 2004, *JCP E*2006, 1651.

**M. Menjucq**, La conformité du dispositif anti-OPA issu de la loi Florange à la directive n°2004/25/CE, *Bulletin Joly Sociétés*, n°2004, p. 56

**A. Minguet**, *La Microstructure des marchés actions – une approche empirique*, Paris, Economica, 2003, 336 p., v. spéc. pp. 35-39.

**E. Mouial-Bassilana, I. Parachkévova**, Les apports de la loi Florange au droit des sociétés, *Bulletin Joly Sociétés* - n°05 - page 314.

**J.-M. Moulin**, Retour sur les “ bons Plavix ”, *Bull. Joly Bourse* 2004, § 148 p. 673.

**E. Nègre, I. Martinez**, une analyse lexicale des communiqués de presse volontaires émis lors des OPA/OPE : quels profils de diffusion ? *Comptabilité contrôle audit*, 2013/2

**J. Noirel**, *in Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, T 1, 2<sup>e</sup> éd., 1976, n° 69, p. 297.

**M.-A. Noury**, Offre publique et abandon du principe de neutralité des dirigeants en période d'offre publique, *JCP E* 2014, 1019.

**A. Pietrancosta**, “Intérêt social” and “raison d’être”: Thoughts about two core provisions of the Business Growth and Transformation Action Plan (PACTE) Act that amend corporate law, – 2019.

**A. Pietrancosta and A. Maréchal**, Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 797.

**A. Pietrancosta**, Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition : des « options » françaises, *Revue trimestrielle de droit financier*, n° 1, juin 2006, p. 5.

**A. Pietrancosta**, « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », *RTDF*, n° 3, 2006, p. 4 à 14.

**A. Pietrancosta** *Break-up fees* et offres publiques : une pratique en voie de consécration ? *RTDF* 2008/2, p. 22.

**A. Pietrancosta**, *Lamy Droit du financement* 2006.

**A. Pirovano**, La boussole de la société. Intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise, *D.* 1997, p.189.

**N. Rontchevsky**, L'utilisation de la notion de l'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> juill. 2010, no. 4, 355 §29.

**N. Rontchevsky & M. Storck**, L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises, RTD Com. 2014 p.363.

**S. Rousseau, I. Tchotourian**, L'intérêt social en droit des sociétés, Revue des sociétés 2009 p.735.

**D. Schmidt**, De l'intérêt social, RD banc. fin. 1995, n° 50, p. 130.

**D. Schmidt**, Revue de droit bancaire 1994, p. 205.

**D. Schmidt**, Intérêt commun des associés et intérêt social : indépendance ou subordination ? Recueil Dalloz 2020 p.2273.

**D.Schmidt**, L'effritement des droits de l'associé – Bulletin Joly Bourse - n°10 - page 461.

**P. Servan-Schreiber**, La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ? Comparatif fiducie / stitching, RD bancaire et fin. 2007, étude 19.

**H. Synvet**, L'AMF, le juge et le communiqué, Bulletin Joly Bourse - n°03 - page 1, mai 2021.

**S. Torck**, La proposition de loi « Florange » et le droit des offres publiques, Dr. sociétés 2014, étude 2.

**F. G. Trébulle**, Stakeholder theory et droit des sociétés (première partie), Bull. Joly 2006, n° 12, p. 1337 ; F. G. Trébulle, Stakeholder theory et droit des sociétés (deuxième partie), Bull. Joly 2007, n° 1, p. 7.

**R. Vatinet**, Représentation des salariés dans les conseils d'administration ou de surveillance, Rev. sociétés 2014, p. 75.

**A. Viandier**, Note sous Cour d'appel de Paris (pôle 5, ch. 7), 22 avril 2021, n° 20/03915, Rev. sociétés 2021, p.450

## ***Droit comparé***

**Adams, R. B.** and **A. N. Licht**, and **L. Sagiv**, Shareholders and Stakeholders: How Do Directors Decide? (March 2010). ECGI - Finance Working Paper No. 276/2010.

**Allen, F.** and **Carletti, E.** and **Grinstein, Y.**, International Evidence on Firm Level Decisions in Response to the Crisis: Shareholders vs. Other Stakeholders (February 1, 2018). Journal of Japanese and International Economies, Vol. 47, No. 1, 2018, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 545/2018.

**Allen, W. T., Jacobs, J. B.,** and **Strine L. E.**, The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide, 69 U Chi L Rev 1069 (2002).

**Alogna, F. G.,** and **Bourrellis, H.** and **Cardi, B.,** and **Carpenter, M. T.,** and **Emmerich, A. O.,** and **Mirvis, Th. N.,** The Shareholder in France and the United States: A Comparative Analysis of Corporate Legal Priorities (November 1, 2020). Business & Law Review, Business & Law Association (Association Droit & Affaires (AD&A)) Paris, 17th Ed. 2020.

**Almeida, H. Fos. V.,** and **Kronlund, M.** (2016), "The real effects of share repurchases", Journal of Financial Economics Volume 119, Issue 1, January 2016, Pages 168-185.

**Arrow, K. J.,** A Difficulty in the Concept of Social Welfare. Journal of Political Economy 58(4)328–346, (1950).

**BAINBRIDGE, Stephen M.**, « Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections », Rochester, NY, Social Science Research Network, 2002.

**BAINBRIDGE, Stephen M.**, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 NW. U. L. REV. 547, 550 (2003).

**Baums, Theodor et Kenneth E. Scott**, 2005. Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. *The American Journal of Comparative Law*, 53/1 : 31-75.

**Bebchuk, Lucian A.**, The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3, pp. 833-914, January 2005, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 500.

**Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto**, The Illusory Promise of Stakeholder Governance (February 26, 2020). *Cornell Law Review*, Volume 106, 2020, pp. 91-178, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No.1052, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2020-1.

**Bebchuk, Lucian A. and Kastiel, Kobi and Tallarita, Roberto**, For Whom Corporate Leaders Bargain (August 19, 2020). Forthcoming, *Southern California Law Review*, Volume 93, 2021.

**Becht, Marco and Bolton, Patrick and Röell, Ailsa A.**, Corporate Governance and Control (October 2002). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=343461> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.343461>.

**Ben Jacobs, et al.**, Living Wage Policies and Big-Box Retail: How a Higher Wage Standard Would Impact Walmart Workers and Shoppers, UNIV. OF CAL., BERKELEY CENTER FOR LAB. RESEARCH & EDUC. 1-2 (2011).

**Berle, Adolf A.**, For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note, 45 HAGV. L. REV. 1365, 1372 (1932).

**Bertrand, M. and Sendhil Mullainathan**, Is There Discretion in Wage Setting? *A Test Using Takeover Legislation*, 30 RAND J. ECON. 535, 545 (1999).

**Betton, Sandra and Eckbo, B. Espen and Thorburn, Karin S.**, Corporate Takeovers. HANDBOOK OF CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE, Vol. 2

**Blair, Margaret M.**, Why Lynn Stout Took Up the Sword Against Share Value Maximization, 2020, disponible : <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ael-2020-0083/html>

**Blair, Margaret M. and Lynn A. Stout**, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247, 251 (1999).

**Boone, Audra L., Brian Broughman, and Antonio J. Macias**, “Merger Negotiations in the Shadow of Judicial Appraisal,” *The Journal of Law and Economics*, Vol. 62, No. 2, 2019, pp. 1-50 (“Boone *et al.* 2019”), p. 1.

**Borokhovich, Kenneth et al.**, CEO Contracting and Antitakeover Amendments, 52 J. FIN. 1495, 1515 (1997).

**Brav, A, W Jiang, S Ma and X Tian** (2018), “How does hedge fund activism reshape corporate innovation?”, *Journal of Financial Economics* 130: 237–64.

**Brav, A, W Jiang and H Kim** (2015), “The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes”, *Review of Financial Studies* 28: 2723–69.

**Cain, Matthew D. and Griffith, Sean J. and Jackson, Jr., Robert J. and Davidoff Solomon, Steven**, Does Revlon Matter? An Empirical and Theoretical Study (December 31, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 466/2019.

**Calcagno, Riccardo, and Sonia Falconieri**, “Competition and dynamics of takeover contests,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 26, 2013, pp. 33-56.

**Chalaczkiwicz-Ladna, Katarzyna and Esser, Irene-Marie and MacNeil, Iain**, Workforce Engagement and the UK Corporate Governance Code (April 26, 2021).

**Chu, Y, and D Zhao**, (2019), “Green hedge fund activists”, SSRN Working Paper.

**Coase, R. H.**, The nature of the firm, 1937, *Journal of Law, Economics, & Organization* Vol. 4, No. 1 (Spring, 1988), pp. 3-17 (15 pages)

**Coase, R. H.**, The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics* 3, no. October 1960: pp. 1-44.

**Cools, K. and Mirjam van Praag**, The Value Relevance of a Single-Valued Corporate Target: An Empirical Analysis, 2000.

**Cornelli, F. and David D. Li**. Risk arbitrage in takeovers. *Review of Financial Studies*, 2001.

**Davies, Paul L. and Schuster, Edmund-Philipp and van de Walle de Ghelcke, Emilie**, The Takeover Directive as a Protectionist Tool? (February 17, 2010). ECGI - Law Working Paper No. 141/2010.

**Dinc, Serdar and Erel, Isil**, Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions (May 18, 2012). Charles A. Dice Center Working Paper No. 2009-24, Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-024.

**Dodd, E. Merrick, Jr.**, For Whom Are Corporate Managers Trustees? - *Harvard Law Review* Vol. 45, No. 7 (May, 1932), pp. 1145-1163 (19 pages).

**Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel** - Corporate Control Transactions (1982) 91 *Yale Law Journal* 698, 707.

**Edelman, Paul H., Randall S. Thomas & Robert B. Thompson**, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 87 *S. CAL. L. REV.* 1359, 1379 (2014).

**Edmans, A.**, Why shareholder capitalism benefits wider society, 26 mai 2021, disponible: <https://voxeu.org/article/why-shareholder-capitalism-benefits-wider-society>.

**Edwards, V.**, *The Takeover Directive – Not Worth the Paper It’s Written On?*, 1 *EUR. COMP. & FIN. L. REV.* 416, 417.

**Enriques, L.**, European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach, 2 (UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 24/2010), available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1523307](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523307).

**Fang, Vivian W., Thomas H. Noe and Sheri Tice** (2009), “Stock market liquidity and firm value”, *Journal of Financial Economics* 94: 150–69.

**Francisco, Flores-Macias**, The Return of State-Owned Enterprises, *Harvard International Review*, April 4, 2009.

**Fried, Jesse M.**, The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders (February 26, 2014). 124 *Yale Law Journal* 1554-1628 (2015), ECGI - Law Working Paper No. 200.

**Friedman, Milton**, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, *NYTimes Magazine* Sept. 13, 1970.

**Gatti, Matteo and Ondersma, Chrystin D.**, Stakeholder Syndrome: Does Stakeholderism Derail Effective Protections for Weaker Constituencies? (March 21, 2021). North Carolina Law Review, Forthcoming, Rutgers Law School Research Paper No. Forthcoming.

**Gilson, Ronald J.**, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 STAN. L. REV. 819, 842 (1981).

**Gilson, Ronald J.**, From Corporate Law to Corporate Governance, in Oxford Handbook of Corporate Law and Governance 3 (Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe eds., 2018).

**Gilson, Ronald J. and Schwartz, Alan**, An Efficiency Analysis of Defensive Tactics (February 12, 2020). Harvard Business Law Review, Vol. 11, No. 1, 2020, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 548, Columbia Law and Economics Working Paper No. 623, Yale Law School, Public Law Research Paper Forthcoming.

**Gilson, Ronald J. and Milhaupt, Curtis J.**, Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling (January 11, 2021). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 546/2020, Columbia Law and Economics Working Paper No. 634, Stanford Law and Economics.

**Glans C., P. VO**, Merger arbitrage – opportunities left for financial mavericks in the new millennium.

**Goergen, Marc and Renneboog, Luc**, Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids (January 2003).

**Gompers, P. et al.**, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Q.J. ECON. 107, 111, 129 (2003).

**Goshen, Z., Richard Squire**, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 775 (2017).

**Green, Ronald M.**, 1993. Shareholders as Stakeholders: Changing Metaphors of Corporate Governance. Washington & Lee Law Review 50: 1409.

**Greening, D. W. & Turban, D. B.**, 2000. Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce, Business & Society 39, 254–80.

**Gupta, A., R. LeCompte, and L. Misra**, 1997, Acquisitions of solvent thrifts: Wealth effects and managerial motivations. Journal of Banking and Finance 21, 1431-1450.

**Hansen, Ch.**, Other Constituency Statutes: A Search for Perspective, 46 The Business Lawyer 1355 (1991).

**Hill, Jennifer G.**, Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance (November 7, 2010). Sydney Law School Research Paper No. 10/120.

**Hsieh, Jim and Walkling, Ralph August**, Determinants and Implications of Arbitrage Holdings in Acquisitions (May 4, 2004).

**Huang, Yuxiao and Jetley, Gaurav and Ji, Xinyu**, Has the Strengthening of Appraisal Rights Led to an Increase in Takeover Premiums? (March 25, 2021).

**Jackson, G. and H. Miyajima** (2007). “Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan,” Chapter 1 in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, (eds.), Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity, Oxford: Oxford University Press.

**Jensen, Michael C. and William H. Meckling**, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Ownership and Agency Costs, 1976, 4 J. Fin. Econ. 305.

**Jensen, Michael C.**, 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323–329.

**Jensen, Michael C.**, Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1988, Vol. 2, No. 1, pp. 21-48.

**Jensen, Michael C.**, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function (October 2001). Tuck Business School Working Paper No. 01-09; Harvard NOM Research Paper No. 01-01; Harvard Business School Working Paper No. 00-058.

**Jessop, Julian**, Shareholders, Not Politicians, Should Decide on Takeovers (April 13, 2018). Institute of Economic Affairs Monographs, Forthcoming.

**Jiang, Wei and Li, Tao and Mei, Danqing and Thomas, Randall S.**, Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage? (April 20, 2016). *Journal of Law and Economics*, Vol. 29(3), No. 697-729, 2016, Columbia Business School Research Paper No. 16-31.

**Karpoff, Jonathan M.**, On a Stakeholder Model of Corporate Governance (December 8, 2020). *Financial Management*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 749/2021.

**Koh, P.-S., Qian, C. and Wang, H.**, 2014. Firm litigation risk and the insurance value of corporate social responsibility, *Strategic Management Journal* 35, 1464–82.

**Kurp, Melissa M.**, Corporate Takeover Defenses after QVC: Can target boards prevent hostile tender offers without breaching their fiduciary duties? 1993.

**Licht, Amir N.**, Varieties of Shareholderism: Three Views of the Corporate Purpose Cathedral (October 19, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 547/2020.

**Linn, Scott C. and John J. McConnell.** 1983. "An Empirical Investigation of the Impact of 'Antitakeover' Amendments on Common Stock Prices." *Journal of Financial Economics* 11: pp 361-99.

**Lipton, M.** Takeover Bids in the Target's Boardroom, 35 *Bus. Law.* 101, spéc. p. 104-05 (1979).

**Lipton, M. and Steven A. Rosenblum**, Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come, 59 *BUS. LAW.* 67 (2003).

**Lipton, M. and K. L. Cain and K. C. Iannone**, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Stakeholder Governance and the Fiduciary Duties of Directors*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Aug. 24, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/08/24/stakeholder-governance-and-the-fiduciary-duties-of-directors/>.

**Lipton, M. and William Savitt**, The New Paradigm, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, October 28, 2019.

**Lipton, M.**, Was Milton Friedman right about shareholder capitalism?, Harvard Law School Forum on corporate Governance, 2021, Disponible: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/04/21/was-milton-friedman-right-about-shareholder-capitalism/>.

**Loughrey, J., Andrew Keay and Luca Cerioni**, Legal Practitioners, Enlightened Shareholder Value and the Shaping of Corporate Governance, 8 *J. CORP. L. STUD.* 79 (2008).

**Luo, Xueming and Shuili Du** Exploring the relationship between corporate social responsibility and firm innovation, 2014, *Marketing Letters*, DOI: 10.1007/s11002-014-9302-5.

**Manne, Henry G.**, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 *J. POL. ECON.* 110, 112 (1965).

- Mayer, Colin.**, *Ownership, Agency, and Trusteeship*, ECGI Law Working Paper No. 488 (2020).
- Mehrotra, Vikas and Morck, Randall K.**, *Governance and Stakeholders* (May 1, 2017). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 507/2017.
- McBride, D.**, *General Corporation Laws: History and Economics*, 74 *Law & Contemp. Probs.* 1, 3 (2011).
- Milhaupt, Curtis J. and Pargendler, Mariana**, *Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform* (April 1, 2017). *Cornell International Law Journal*, Vol. 50, No. 3 (2017 Forthcoming), European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 352/2017, FGV Direito SP Research Paper Series No. 155, NYU Law and Economics Research Paper No. 17-12, Columbia Law and Economics Working Paper No. 566.
- Morck, Randall and Bernard Yeung**, 2011. *Economics, History, and Causation*. NBER Working Paper 16678.
- E. Moretti**, *Local Multipliers*, 100 *AM. ECON. REV.* 373 (2010).
- Nyombi, Chrispas and Mortimer, Tom and Lewis, Rhidian and Zouridakis, Georgios**, *Shareholder Primacy and Stakeholders' Interests in the Aftermath of a Takeover: A Review of Empirical Evidence* (March 15, 2015). *International Business Law Journal* (2015), Iss 2, pp. 161-186.
- Pargendler, Mariana**, *The Grip of Nationalism on Corporate Law* (January 23, 2019). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 437/2019.
- Ponsard, J. P., Plihon, D., and Zarlowski, P.** (2005). *Towards a convergence of the shareholder and stakeholder models*. *Corporate Ownership & Control*, 2(3), 11-18.  
<https://doi.org/10.22495/cocv2i3p1>.
- Rock, Edward B.**, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, 161 *U. Pa. L. Rev.* 1907, 1958 (2013).
- Rock, Edward B.**, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose* (May 1, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 515/2020, NYU School of Law, Public Law Research Paper No. 20-16, NYU Law and Economics Research Paper.
- Roe, Mark J. and Spamann, Holger and Fried, Jesse M. and Wang, Charles C. Y.**, *The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique* (October 14, 2020). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 553/2020, Harvard Public Law Working Paper No. 20-30, *Yale Journal on Regulation Bulletin*.
- Romano, R.**, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation* (1992) 9 *Yale Journal of Regulation* 119, 125-129.
- Ruback, Richard S. and Jensen, Michael C.**, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50, 1983.
- Sabatier, P.**, *Europe Faces Globalization – Part I* (“Wealthy nations practice globalization à la carte, by pursuing foreign firms and protecting their own”), *YALE GLOBAL ONLINE* (May 16, 2006).

**Scharfstein, D.**, The disciplinary role of takeovers –, 1988 *The Review of Economic Studies* Vol. 55, No. 2 (Apr., 1988), pp. 185-199 (15 pages).

**Sharfman, Bernard S.**, *Enhancing the Value of Shareholder Voting Recommendations*, 86 *TENN. L. REV.* 691, 713–14 (2019).

**Sharfman, Bernard S.**, The Risks and Rewards of Shareholder Voting (December 20, 2020). 83 *SMU Law Review* 849 (2020).

**Smith, A.** 1963. *An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations*.

**Stein, J. C.**, Takeover Threats and Managerial Myopia, *Journal of Political Economy*, vol. 96, n°1, 1988, pp. 61-80.

**Stout, Lynn A.**, *Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 2002.

**Strine, Leo E. Jr.**, Our Continuing Struggle with the Idea that For-Profit Corporations Seek Profit (2012). *Wake Forest Law Review*, Vol. 47, P. 135, 2012.

**Strine, Leo E. Jr.**, *Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law*, 114 *COLUM. L. REV.* 449, 453–55 (2014).

**Strine, Leo E. Jr.**, The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law, 50 *WAKE FOREST L. REV.* 761, 768 (2015).

**Subramanian, G.**, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, 113 *YALE L.J.* 621 (2003).

**Thompson, R. B., D. G. Smith**, Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers, *Texas Law Review*, Dec., 2001, 261.

**Vishwanathan, Pushpika, Hans (J.) van Oosterhout, Pursey P. M., A. R. Heugens, Patricio Duranc**, and **Marc van Essen**, 2020. Strategic CSR: A concept building meta-analysis, *Journal of Management Studies* 57(2), 314-350.

## Thèses et mémoires

**A. Pietrancosta**, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse, Université Paris 1 - Panthéon-Sorbonne.

**S. Fu, L. Soulier**, 2017, *OPA hostile : les différents moyens de défense*, Mémoire de recherche HEC.

**V. Langenbach**, *Défenses anti-OPA et intérêt social en droit français et en droit américain*, mémoire de recherche.

## Articles de presse et autres

Conférence Gouvernance d'entreprise 1, Droit & Croissance, 16 janvier 2021, disponible : <https://droitetcroissance.fr/2021/01/conferences-pedagogiques-dc/>

Colloque organisé le 26 mai 2021 « Le droit des OPA en ébullition après les affaires Veolia / Suez et Scor / Covéa », disponible : <https://amdbf-paris2.com/colloque/>

« OPA de Veolia sur Suez : « Il appartient à l'AMF d'examiner la conformité de l'offre à la loi », A.Pietrancosta – Option Finance, 12 février 2021, disponible :

<https://www.optionfinance.fr/entreprises-finance/fiscalite-comptabilite-droit/opa-de-veolia-sur-suez-il-appartient-a-lamf-dexaminer-la-conformite-de-loffre-a-la-loi.html>

Podcast « Le Corporate Purpose, l'actualité internationale du droit des sociétés » - Épisode 1, Orrick, disponible : <https://www.orrick.com/fr-FR/Podcasts/Decryptages>, 2020

« Entreprise à mission: Emmanuel Faber, Milton Friedman, un partout balle au centre », Philippe Silberzahn, disponible ici : <https://philippesilberzahn.com/2021/03/15/entreprise-a-mission-emmanuel-faber-milton-friedman-un-partout-balle-au-centre/>

Larry Fink's Annual Letter to CEOs: A Sense of Purpose (2018)

ERNST & YOUNG, STUDY ON DIRECTORS' DUTIES AND SUSTAINABLE CORPORATE GOVERNANCE: FINAL REPORT (2020),

Business Roundtable, *Statement on the Purpose of a Corporation* (Aug. 19, 2019), <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/12/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures.pdf>.

Groupe de réflexion « pour une économie positive » présidé par Jacques Attali

<https://www.reuters.com/article/ofrbs-france-social-amf-ps-20130918-idFRPAE98H05H20130918>

« Veolia refuse de se laisser forcer la main par Suez », L'AGEFI - 22 mars 2021

« Veolia – Suez : les coulisses de l'armistice et de la guerre juridique », Business and legal review, 16 juin 2021, disponible : <https://mag.blforums.com/veolia-suez-un-professeur-de-droit-strategie-dans-lombre-des-geants/><sup>1</sup> [https://lexpansion.lexpress.fr/high-tech/axel-springer-lance-son-offre-hostile-sur-seloger-com\\_1436870.html](https://lexpansion.lexpress.fr/high-tech/axel-springer-lance-son-offre-hostile-sur-seloger-com_1436870.html)

<https://www.lesechos.fr/2011/03/axel-springer-boucle-le-rachat-de-selogercom-388570>

[https://www.vivendi.com/wp-](https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2016/03/20160318_restricted_Viv_Note_d_information_GFT_17032016.pdf)

[content/uploads/2016/03/20160318\\_restricted\\_Viv\\_Note\\_d\\_information\\_GFT\\_17032016.pdf](https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2016/03/20160318_restricted_Viv_Note_d_information_GFT_17032016.pdf)

[https://www.challenges.fr/entreprise/vivendi-reussit-son-opa-sur-gameloft\\_21495](https://www.challenges.fr/entreprise/vivendi-reussit-son-opa-sur-gameloft_21495)

[https://www.vivendi.com/wp-](https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2016/03/20160318_restricted_Viv_Note_d_information_GFT_17032016.pdf)

[content/uploads/2016/03/20160318\\_restricted\\_Viv\\_Note\\_d\\_information\\_GFT\\_17032016.pdf](https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2016/03/20160318_restricted_Viv_Note_d_information_GFT_17032016.pdf)

<https://www.vivendi.com/communique/relevement-automatique-du-prix-de-loffre-publique-dachat-de-vivendi-sur-gameloft/>

Communiqué du conseil d'administration de Suez, 10 septembre 2020,

<https://www.suez.com/fr/actualites/communiques-de-presse/conseil-de-suez-considere-approche-hostile-de-veolia-incompatible-avec-interet-de-la-societe-et-de-ses-parties-prenantes>

Communiqué de Suez du 12 avril 2021 <https://www.suez.com/fr/actualites/communiques-de-presse/veolia-et-suez-annoncent-etre-parvenus-a-un-accord-permettant-le-rapprochement-entre-les-deux-groupes>

Communication de l'AMF du 02 avril 2021, disponible sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/suez-veolia-communication-de-lamf>

Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, 13 mai 2014, disponible sur : [https://www.amf-france.org/sites/default/files/content\\_simple/consultations\\_publices/Consultation%20publique%20sur%20les%20modifications%20du%20livre%20II%20du%20reglement%20general%20concernant%20les%20offres%20publiques%20d%27acquisition.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/content_simple/consultations_publices/Consultation%20publique%20sur%20les%20modifications%20du%20livre%20II%20du%20reglement%20general%20concernant%20les%20offres%20publiques%20d%27acquisition.pdf)

« Quand l'AMF fait la promotion de la place... d'Amsterdam », S. Torck – Les Echos, 14 juin 2021, disponible ici : <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-quand-lamf-fait-la-promotion-de-la-place-damsterdam-1323453>

Communiqué de presse, Suez, 21 mars 2021 – disponible sur : <https://www.suez.com/fr/actualites/communiqués-de-presse/suez-propose-une-solution-négociée-a-veolia-soutenue-par-une-offre-ferme-de-ardian-gip>

« Suez-Veolia : Jusqu’où une société peut-elle aller pour se défendre contre une OPA hostile ? » disponible ici : <https://actualite-financiere.fr/suez-veolia-jusquou-une-societe-peut-elle-aller-pour-se-defendre-contre-une-opa-hostile/>

« Veolia – Suez : les coulisses de l’armistice et de la guerre juridique », Business and legal review, 16 juin 2021, disponible : <https://mag.blforums.com/veolia-suez-un-professeur-de-droit-strategiste-dans-lombre-des-geants/>

« Les syndicats de Suez portent plainte pour trafic d’influence », Mediapart, 22 avril 2021 – disponible ici : <https://www.mediapart.fr/journal/economie/220421/les-syndicats-de-suez-portent-plainte-pour-traffic-d-influence>

« Victoire de Veolia sur Suez: un succès par complicité politique », Mediapart, 14 avril 2021 – Disponible ici : <https://www.mediapart.fr/journal/economie/140421/victoire-de-veolia-sur-suez-un-succes-par-complicite-politique>

« Veolia – Suez : les coulisses de l’armistice et de la guerre juridique », Business and legal review, 16 juin 2021, disponible : <https://mag.blforums.com/veolia-suez-un-professeur-de-droit-strategiste-dans-lombre-des-geants/>

Martin (D.), Protectionism is back on the French economic menu, Financial Times – 17 février 2021

« Offensive de Veolia sur Suez: Jean Castex demande "que les discussions se poursuivent », Franceinfo, 06/10/2020, disponible : [https://www.francetvinfo.fr/politique/jean-castex/gouvernement-de-jean-castex/offensive-de-veolia-sur-suez-jean-castex-demande-que-les-discussions-se-poursuivent\\_4130907.html](https://www.francetvinfo.fr/politique/jean-castex/gouvernement-de-jean-castex/offensive-de-veolia-sur-suez-jean-castex-demande-que-les-discussions-se-poursuivent_4130907.html)

« Bruno Le Maire : "L’offre de Veolia pour Suez n’est pas amicale et cela contrevient aux engagements pris » : Europe 1, 08 février 2021 – disponible ici : <https://www.europe1.fr/economie/bruno-le-maire-loffre-de-veolia-pour-suez-nest-pas-amicale-et-cela-contrevient-aux-engagements-pris-4023789>

« Suez/Veolia : Person (LREM) veut interdire les OPA hostiles pendant la crise sanitaire ! », La Tribune, 4 octobre 2020, disponible : <https://www.latribune.fr/economie/france/suez-veolia-person-lrem-veut-interdire-les-opa-hostiles-pendant-la-crise-sanitaire-858907.html>

Pérès, Offre Sanofi-Aventis : pourquoi les bons de souscription d’action Plavix n’ont pas remporté l’aval de l’Autorité des marchés financiers? *Option finance* 2004, n° 784, p. 33

# PLAN DÉTAILLÉ

## **Partie 1 : Cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise et le marché des OPA**

### **Chapitre 1 : L'intégration du marché des OPA au sein de la gouvernance d'entreprise**

#### **Section 1 : La divergence des modèles de gouvernance d'entreprise**

- I. Le contenu du débat entre les différents modèles de gouvernance d'entreprise
  - A. La primauté actionnariale comme modèle de gouvernance d'entreprise
    - 1. Les arguments en faveur de la primauté actionnariale
    - 2. Les critiques de la primauté actionnariale
  - B. La prise en compte de l'intérêt des parties prenantes comme modèle de gouvernance d'entreprise
    - 1. Les arguments en faveur de la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes
    - 2. Les critiques de la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes
  - C. La maximisation de la valeur éclairée comme modèle de gouvernance d'entreprise
- II. L'expression normative des modèles de gouvernance d'entreprise
  - A. En droit comparé
  - B. En France

#### **Section 2 : L'importance du marché des OPA comme facteur de croissance**

- I. Les vertus du marché des OPA
  - A. Le rôle des OPA dans la création de richesse
    - 1. L'OPA comme moyen de création de valeur
    - 2. L'OPA comme moyen d'amélioration de la liquidité des marchés financiers
  - B. Le rôle des OPA dans la discipline des dirigeants
- II. Les facteurs déterminant l'efficacité du marché des OPA
  - A. La place des défenses anti-OPA dans l'efficacité du marché des OPA
  - B. La place de l'activité d'arbitrage dans l'efficacité du marché des OPA

## Chapitre 2 : Le choix du modèle de gouvernance d'entreprise dans le cadre des OPA

### Section 1 : Le positionnement de la France quant au modèle de gouvernance d'entreprise dans le cadre des OPA

- I. Un modèle actionnarial de démocratie directe avant la loi Florange
- II. Un modèle directorial de démocratie représentative après la loi Florange
  - A. Les apports de la loi Florange
  - B. Éclaircissement du choix de la loi Florange

### Section 2 : La primauté actionnariale en période d'OPA

- I. La primauté actionnariale en période d'OPA à la lumière de la loi Florange
  - A. L'étude de la primauté actionnariale à la lumière de l'abandon du principe de neutralité du conseil d'administration
    - 1. Le parti pris des administrateurs contre les OPA
    - 2. La légitimité du pouvoir actionnarial en période d'OPA
  - B. L'étude de la primauté actionnariale à la lumière des objectifs de la loi Florange
    - 1. L'incompatibilité de l'attractivité du marché français avec l'objectif de lutte contre les offres publiques :
    - 2. Le court-termisme : la caricature de la primauté actionnariale par la loi Florange
- II. Les implications de la primauté actionnariale en période d'OPA
  - A. Au niveau du droit positif
    - 1. Les règles de bonne conduite du conseil d'administration
    - 2. Les moyens d'action des actionnaires
  - B. Au niveau du droit prospectif : la possibilité de contestation du prix
    - 1. Rappel du régime de fixation et de contestation du prix
    - 2. L'opportunité de la modification des règles relatives à la contestation du prix de l'offre

## **Partie 2 : L'impact de la *stakeholder approach* sur les pouvoirs des intervenants dans les OPA en France : une source d'insécurité juridique**

### **Chapitre 1 : L'impact de la *stakeholder approach* sur les pouvoirs des dirigeants : la montée du « managérialisme », source d'insécurité juridique**

#### **Section 1 : Une montée renforcée par l'imprécision de la notion d'intérêt social**

- I. L'instrumentalisation de la notion d'intérêt social par les dirigeants
  - A. La portée de l'intérêt social en période d'OPA
    1. L'intérêt social et l'avis motivé du conseil d'administration
    2. L'appréciation des défenses anti-OPA au regard de l'intérêt social
      - a. L'évolution de l'appréciation des défenses anti-OPA au regard de l'intérêt social
      - b. Illustrations de la limitation des défenses anti-OPA par l'intérêt social
  - B. Les dérives de la notion d'intérêt social : une notion dépendante du pouvoir discrétionnaire du dirigeant
    1. Les problèmes conceptuels de la notion d'intérêt social
    2. Les conséquences de la notion d'intérêt social
- II. L'opportunité de *lege ferenda* d'apprécier les défenses anti-OPA au regard de l'intérêt des actionnaires
  - A. Une proposition non contraire à la philosophie du droit français
  - B. Une proposition cohérente avec les incitations des administrateurs en droit français
  - C. Une proposition cohérente avec la pratique des offres publiques hostiles
  - D. Quelques points d'éclaircissement de la proposition

#### **Section 2 : Une montée mesurée au regard des limites à la capacité défensive des dirigeants :**

- I. L'insuffisance des limites légales dans l'encadrement de la capacité défensive des dirigeants
  - A. Le respect du pouvoir des assemblées générales
  - B. L'inefficacité du régime de responsabilité à limiter le pouvoir des dirigeants
    1. L'incompatibilité du droit commun de la responsabilité civile avec le droit des OPA
    2. Vers une évolution législative et jurisprudentielle de la responsabilité civile des administrateurs en période d'OPA
- II. La capacité défensive des dirigeants à l'épreuve des principes directeurs du droit des OPA
  - A. La coexistence de la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA
  - B. L'articulation de la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA

## **Chapitre 2 : L'impact de la *stakeholder approach* sur les pouvoirs des parties prenantes : une capacité d'action renforcée, source d'insécurité juridique**

### **Section 1 : L'accroissement du pouvoir social**

- I. Le régime de protection des salariés en période d'OPA
- II. Les effets pervers du régime de protection

### **Section 2 : L'accroissement du pouvoir politique**

- I. Les manifestations de l'intervention du pouvoir politique dans le marché du contrôle des entreprises
- II. Les impacts de l'interventionnisme politique sur le marché des OPA
  - A. La montée du nationalisme économique
  - B. L'incertitude du marché des OPA