

La capacité défensive des dirigeants à l'épreuve des principes directeurs du droit des OPA

Arash Attar-Rezvani

Avocat Associé,
Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP

Adnene Gargouri

Élève-avocat, Membre de Droit & Croissance, Étudiant à Sciences Po Paris et Diplômé du Master 2 Droit financier de l'Université Paris 1 – Panthéon-Sorbonne

Si le droit des sociétés a toujours vécu sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, il n'en reste pas moins que cette cohabitation a été pour le moins délicate. L'affaire récente opposant les deux sociétés françaises, Veolia et Suez, atteste de cette difficile cohabitation. En effet, le dossier a suscité plusieurs débats juridiques, concernant notamment la consultation du comité social et économique pour la cession d'un bloc d'actions, la position de l'AMF quant à l'incapacité juridique de l'initiateur à déposer une offre suite à une interdiction par ordonnance sur requête¹, les conditions d'ouverture d'une préoffre publique d'acquisition², la responsabilité des administrateurs, etc.

En ce qui concerne la coexistence des règles issues du droit boursier avec celles issues du droit des sociétés, s'est notamment posée la question de la conciliation entre les principes directeurs du droit des offres publiques d'achat (ci-après « OPA ») et la capacité défensive des dirigeants. En effet, l'article L. 233-32 du code de commerce tel que modifié par la loi Florange³ accorde au conseil d'administration (ci-après le « CA ») la compétence pour prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, abandonnant ainsi le principe de neutralité édicté par la directive OPA du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition et transposée en droit français par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition. Il a pu être avancé que cette faculté accordée au CA entre en conflit avec le droit du marché boursier dont relève l'OPA et, plus précisément, avec les principes directeurs du droit des OPA tels que fixés par la directive européenne, le code monétaire et financier et le Règlement général de l'autorité des marchés financiers (ci-après le « RG AMF »).

Il s'agit en particulier de déterminer si la dualité de sources normatives est possible, dans la mesure où se pose la ques-

tion de la coexistence de la capacité défensive avec les principes directeurs (I). Une fois cette coexistence établie, il conviendra d'examiner l'articulation entre la logique boursière et celle du droit des sociétés (II).

I. La coexistence de la capacité défensive des dirigeants avec les principes directeurs du droit des OPA

1. – Présentation. Les principes directeurs du droit des OPA sont les principes de l'article 231-3 du RG AMF, à savoir les principes d'égalité, de transparence, du libre jeu des offres et de la loyauté dans les transactions et la compétition⁴. S'ajoutent à cela les principes généraux contenus dans la directive OPA et, en particulier, à l'article 3-1 c) qui dispose que l'organe d'administration de la cible ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre.

Les défenses anti-OPA sont un droit acquis pour les sociétés cibles puisqu'il n'est écrit nulle part « *qu'une société à l'encontre de laquelle une offre a été déposée soit comme la chèvre attachée au piquet attendant placidement d'être dévorée par le loup* »⁵. Néanmoins, le berger (le CA), dans sa défense de la chèvre (la cible) contre le loup (l'initiateur), peut-il s'affranchir de toutes les limites imposées par la réglementation boursière ?

La réponse à cette question se fera à la lumière du débat récent entre Veolia et Suez arbitré par l'AMF qui a rappelé, dans une communication du 2 avril 2021, que les mesures défensives doivent s'inscrire dans le cadre des règles et principes régissant les OPA⁶.

La coexistence se justifie pour plusieurs raisons :

2. – L'AMF et la jurisprudence. Dans une consultation publique de l'AMF pour l'ajustement du RG au regard des dispositions de la loi Florange, l'autorité a considéré qu'il est nécessaire de conserver l'application des principes directeurs, pour que le RG soit conforme avec l'article 3-1 c) de la directive OPA⁷. La jurisprudence postérieure à la loi Florange a

1 - Voir sur ce point : A. Pietrancosta, « OPA de Veolia sur Suez : "Il appartient à l'AMF d'examiner la conformité de l'offre à la loi" », *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>.

2 - 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 CA Paris, 5-7, 11 février 2021, n° 20/13807, *Droit des sociétés* n° 4, avril 2021, comm. 50.

3 - Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

4 - Sur ces principes : v. spéc. 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, p. 21 ; A. Pietrancosta, *Lamy Droit du financement*, 2006 ; « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle DOMPÉ, 2006 ; F. Peltier, « Les principes directeurs des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, p. 467, spéc. n° 1034.

5 - A. Viandier, *OPA-OPE et autres offres publiques*, 2014, 5^e éd., Éd. Francis Lefebvre, nous soulignons.

6 - Communication de l'AMF du 2 avril 2021, disponible sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/suez-veolia-communication-de-lamf>.

7 - 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/contentu_simple/consultations_publicques/Consultation%20publique%20sur%20les%20modifications

affirmé expressément le caractère d'ordre public des principes énumérés à l'article 231-3 du RG AMF. En effet, dans un arrêt récent (affaire *Prologue*)⁸, la cour d'appel de Paris affirme la primauté des principes directeurs des offres publiques⁹.

3. – La doctrine. Il y a une forte adhésion doctrinale depuis l'entrée en vigueur de la loi Florange pour considérer que la suppression du principe de neutralité ne porte pas atteinte au principe du libre jeu des offres et des surenchères¹⁰.

4. – La formulation. Si l'article L. 233-32 du code de commerce permet au CA de prendre « toute mesure », cela ne veut pas pour autant dire que le CA s'affranchit de toute contrainte. Il n'est pas rare que le droit des sociétés s'exprime par des formules aussi larges que « les pouvoirs les plus étendus », « tous pouvoirs » sans qu'une interprétation aussi radicale n'ait été consacrée auparavant. L'ordre public de direction continue ainsi à s'imposer malgré cette formulation large¹¹.

5. – La hiérarchie des normes. La reconnaissance de la survie des principes directeurs ne met pas à mal la hiérarchie des normes juridiques. D'une part, l'article 231-3 RG AMF, de nature réglementaire, consacrant les principes directeurs, est fondé sur l'article L. 433-1 du CMF, de nature législative. D'autre part, l'application de l'article 3 de la directive OPA s'insère dans le cadre de l'obligation d'interprétation conforme en cas de doute sur les dispositions nationales de transposition d'une directive européenne¹². C'est dans ce sens que le communiqué de l'AMF du 2 avril 2021 renvoie aux dispositions du code monétaire et financier et à la directive OPA.

6. – À plus forte raison. Avant la loi Florange, l'AMF s'est prononcée sur l'application des principes directeurs à l'occasion de l'offre de Sanofi sur Aventis¹³. Elle a considéré que les mesures de défense adoptées par l'assemblée générale (ci-après « AG ») ne peuvent enfreindre ces principes¹⁴. Si le pouvoir souverain des actionnaires était limité

dans sa capacité défensive, *a fortiori*, le CA devrait également l'être. Autrement dit, dans une opération marquée par la légitimité actionnariale, il n'y a aucune raison valable qui conduirait à favoriser le CA par rapport à l'AG en lui donnant des capacités défensives plus extensives.

7. – Le marché des OPA. Les principes directeurs correspondent à la théorie du marché selon laquelle la confrontation entre l'offre et la demande doit s'opérer dans la transparence en mettant acheteurs et vendeurs à égalité dans un esprit de concurrence pure et parfaite. L'OPA doit être conduite dans ces conditions, et on ne saurait admettre des mesures défensives qui nuiraient à la transparence du marché ou à l'égalité entre les compétiteurs¹⁵. Ainsi, la mise hors-jeu des principes directeurs conduirait à un marché marqué par l'absence totale de régulation et par la liberté totale laissée aux CA d'empêcher complètement les offres avec des mécanismes dérogatoires. Or, le marché des OPA suppose un marché équilibré avec une capacité défensive limitée par certains principes directeurs. Ces principes-là remplissent un rôle interprétatif qui participe à l'intelligence du droit des OPA et à la formation d'un ordre public boursier de direction centré sur l'intérêt du marché¹⁶.

8. – Information de l'AMF. L'article 231-7 du RG AMF prévoit l'obligation à la charge du CA d'informer l'AMF de toute mesure de défense susceptible de faire échouer l'offre. Cette information montre que l'AMF est associée au processus de défense entrepris par le CA et peut intervenir pour apprécier les défenses au regard du droit boursier¹⁷. La pratique montre que les observations de l'AMF, notamment par des communications non contraignantes, influencent notablement les décisions de la cible ou des juridictions saisies d'une contestation¹⁸; la communication du 2 avril 2021 dans l'affaire Veolia/Suez en est témoin.

9. – L'esprit de la loi. En observant les travaux préparatoires de la loi Florange, l'idée sous-jacente du transfert du pouvoir de l'AG au CA était de favoriser des défenses constructives pour l'intérêt des entreprises et leur pérennité sur le long terme. Il ne s'agissait, à aucun moment, de donner un blanc-seing au CA pour adopter des mesures totalement dérogatoires à tous les principes du droit des sociétés et du droit boursier uniquement pour faire échouer l'offre. D'ailleurs, lorsque la compétence défensive était entre les mains de la direction dans le Règlement 89-03, l'existence des principes directeurs boursiers n'a jamais été contestée¹⁹.

10. – La délocalisation. Selon le Professeur Torck, la limitation des défenses pourrait conduire les sociétés à transférer leur siège social dans un État-membre garantissant l'effectivité des mesures anti-OPA (Pays-Bas par exemple)²⁰. Cette critique doit être relativisée dans la mesure où :

• • • • •
%20du%20livre%20II%20du%20reglement%20general%20concernant%20les%20offres%20publiques%20d%27acquisition.pdf.

8 - CA Paris (5-7), 22 avril 2021, n° 20/03915.

9 - A. Viandier, Note sous CA Paris (5-7), 22 avril 2021, n° 20/03915, Rev. sociétés 2021, p. 450.

10 - Sur cette adhésion : v. spéc. : A. Viandier, « OPA / OPE », *op. cit.* ; M.-A. Noury, « Offre publique et abandon du principe de neutralité des dirigeants en période d'offre publique », JCP E 2014, 1019 ; B. Courteault, « Loi « Florange » du 29 mars 2014 : dispositions relatives aux offres publiques », Revue Lamy droit des affaires, n° 96, 1^{er} septembre 2014 ; 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.

11 - A. Pietrancosta, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, septembre 2021, dossier 25.

12 - *Ibidem*. Sur l'avis contraire, voir par ex. : M. Menjucq, « La conformité du dispositif anti-OPA issu de la loi Florange à la directive n°2004/25/CE », Bulletin Joly Sociétés, n° 200e4, p. 56.

13 - Communiqué de presse AMF, 23 avr. 2004.

14 - Sur ce communiqué, v. spéc. : A. Pèrès, « 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 ; Banque et droit n° 95, mai-juin 2004, p. 33, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre ; RD banc. et fin. juill.-août 2004, p. 269, obs. P. Portier ; E. Cafritz, D. Caramalli, « La licéité contestée des « bons Plavix » », Mélanges AEDBF IV, 2004, p. 67 ; J.-M. Moulin, Retour sur les « bons Plavix », Bull. Joly Bourse 2004, § 148 p. 673 ; P.-H. Conac, « Les bons de souscription d'actions « Plavix » et les principes généraux des offres publiques », Rev. Soc., 2005, p. 321.

• • • • •
15 - F. Peletier, « Les principes directeurs des offres publiques », *op. cit.*

16 - A. Pietrancosta, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *op. cit.*

17 - B. Courteault, « Loi « Florange » du 29 mars 2014 : dispositions relatives aux offres publiques », *op. cit.*

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

19 - A. Pietrancosta, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *op. cit.*

20 - S. Torck, « Quand l'AMF fait la promotion de la place... d'Amsterdam » - Les Echos, 14 juin 2021, disponible ici : <https://www.lesechos.fr/idees->

- (i) les sociétés anglaises n'ont pas transféré en masse leur siège social aux Pays-Bas, alors que le droit anglais est généralement considéré plus hostile aux défenses anti-OPA que le droit français ; et que
- (ii) les investisseurs préfèrent généralement des juridictions où il n'y a pas de forts standards de défense. Si l'on accepte un marché d'OPA avec des défenses sans limites, l'argument de la délocalisation aura une autre facette. En effet, dans ce cas, ce ne sont plus les sociétés qui transféreront leur siège social, mais ce sont les apporteurs de capitaux qui n'investiront plus dans des sociétés françaises où le CA dispose d'une liberté de défense sans limites.

11. – Étude de cas : Veolia/Suez. Transposé à la saga Veolia/Suez²¹, cette coexistence implique plusieurs garde-fous dans la stratégie défensive de Suez, qui ont été implicitement évoqués par l'AMF dans son communiqué du 2 avril 2021. En effet, dans un communiqué de Suez du 21 mars 2021²², Suez a transféré deux actions de sa filiale Suez Eau France à une *Stichting*²³ et s'est positionné publiquement en faveur d'une proposition faite par un consortium composé des fonds Ardian et GIP. Cette proposition proposait d'acquérir la moitié des actifs de Suez pour un prix de 20 € par action. Le conseil d'administration a ensuite conditionné la désactivation de la *Stichting* soit à l'acceptation de la proposition Ardian-GIP, soit à la formulation d'une offre en numéraire de 22,5 € par Veolia. Dans de telles circonstances, Suez a enfreint selon l'AMF plusieurs principes directeurs du droit boursier :

- *Manque de transparence.* Les informations fournies par Suez au marché dans le communiqué du 21 mars ont été jugées nettement insuffisantes pour que les actionnaires de Suez soient en mesure d'étudier la proposition d'Ardian-GIP en connaissance de cause. En particulier, les informations très générales et approximatives fournies par Suez à ce sujet seraient sans commune mesure avec l'information dont le respect du droit des offres publiques aurait requis la diffusion ;

debats/cercle/opinion-quand-lamf-fait-la-promotion-de-la-place-damsterdam-1323453.

21 - Rappel des faits : La société VEOLIA Environnement remettait à ENGIE, le 30 août 2020, une offre d'achat portant sur une partie (29,9 %) de la participation qu'ENGIE détenait dans SUEZ SA et s'est engagée par un communiqué de ne pas déposer une offre inamicale et a déclaré avoir fait une offre ferme à ENGIE pour acquérir un bloc de 29 % des droits de vote et de capital. Suite à l'annonce de Veolia de sa volonté de lancer une offre, Suez a considéré l'offre comme étant hostile.

22 - Communiqué de presse, Suez, 21 mars 2021 – disponible sur : <https://www.suez.com/fr/actualites/communiqués-de-presse/suez-propose-une-solution-negociee-a-veolia-soutenue-par-une-offre-ferme-de-ardian-gip>

23 - Le mécanisme de la *Stichting* consiste dans le transfert par la cible à une fondation du pouvoir exclusif de protéger l'intérêt social et l'actif stratégique contre toute mesure ou action qui serait prise par un assaillant hostile, en cas de succès de l'offre, dans le but de faire sortir cet actif du patrimoine de la cible.

Cette défense anti-OPA a été utilisée pour la première fois en Europe en 1999 par les conseils de Gucci lors de la tentative de prise de contrôle de Gucci par LVMH. Ce mécanisme a permis à Gucci de se défendre avec succès contre LVMH.

Cette défense a été également utilisée par Arcelor dans sa défense contre l'OPA lancée par Mittal en 2006, afin de protéger sa filiale Dofasco.

Sur l'utilisation de ce mécanisme de défense dans les deux affaires Gucci/LVMH et Arcelor/Mittal, voir par ex. : « L'affaire Gucci et l'efficacité des défenses anti-offre publique d'achat » - Les Échos, 30 juin 1999 ; « La fondation, boîte secrète d'Arcelor pour empêcher la vente de Dofasco » - Les Échos, 5 avril 2006.

Sur le mécanisme de défense, voir par ex. P. Servan-Schreiber, « La fiducie : d'un moyen de gestion à une arme anti-OPA ? Comparatif fiducie / *stichting* », RD bancaire et fin. 2007, étude 19.

- *Absence d'offre.* La proposition de Suez était soumise à la satisfaction de nombreuses conditions (due diligence, financement, etc.) parmi lesquelles le retrait de son offre par Veolia, alors que cette offre était irrévocable. L'« offre » Ardian-GIP pouvait donc sembler techniquement inexistante ;

- *Droit souple.* Selon le gendarme boursier, l'approbation de la proposition Ardian-GIP par le conseil d'administration de Suez violait les sections 5.3 et 5.4 du code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF²⁴, auxquelles le règlement intérieur de Suez faisait pourtant explicitement référence²⁵. Elle violait également les recommandations faites par l'AMF aux sociétés cotées de consulter leurs assemblées générales lorsqu'elles envisagent de céder au moins la moitié de leurs actifs. Si le conseil d'administration pouvait renoncer à soumettre cette décision au vote des actionnaires, l'AMF précise qu'il est alors censé donner « une explication compréhensible, pertinente et convaincante » de la raison pour laquelle il ne l'a pas fait, suivant le principe « *comply or explain* »²⁶.

- *Absence de dépôt d'offre concurrente.* La stratégie mise en œuvre par le conseil d'administration de Suez en vue de provoquer l'échec de l'offre de Veolia et de la forcer à modifier radicalement la portée de son offre pouvait être analysée comme une tentative de contournement des règles applicables aux offres publiques, dans la mesure où « l'offre » Ardian-GIP n'avait fait l'objet d'aucun dépôt formel auprès de l'AMF et contournait ainsi le caractère concurrentiel du processus d'offres et de surenchères. Cette stratégie va à l'encontre du principe selon lequel une offre ne peut être concurrencée que par le dépôt d'une autre offre, et non par des procédés visant à contourner les règles applicables²⁷.

- *Libre jeu des offres.* Le principe d'égalité entre les compétiteurs, qui commande que la cible d'une offre ne donne pas un avantage déterminant à l'un des concurrents, serait également violé : le conseil d'administration de Suez avait renoncé à permettre la désactivation de la *Stichting* en l'absence d'offre en numéraire à un prix au moins égal à 22,5 € par action tout en promouvant une offre à un prix inférieur. En agissant ainsi, le conseil d'administration de Suez aurait conféré indûment un avantage déterminant au consortium Ardian-GIP par rapport à Veolia, entravant le libre jeu des offres et des surenchères en violation du principe d'égalité²⁸.

- *Instrumentalisation des défenses.* Suez annonça au même moment que l'activation de la fondation, la volonté de céder la majorité de ses actifs à un consortium composé initialement de Ardian et de GIP. Ce faisant, l'entreprise se heurta à la perception que la fonction de

24 - Code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF tel que révisé en janvier 2020.

25 - Règlement intérieur de Suez tel que modifié par le conseil d'administration le 14 mai 2019.

26 - Position-recommandation AMF DOC-2015-05, « Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs ».

27 - CA Paris, 23 févr. 1988, *Schneider c. Télémécanique* ; T. com. Paris, 16 mars 1992, Perrier ; « Le règlement général de la Compagnie des agents de change prévoyant la procédure de l'offre concurrente, c'est par ce moyen que, dans ces circonstances, doit s'exprimer une telle contestation car il permet seul en pareil cas de réserver un traitement égal à l'ensemble des actionnaires désireux de céder leurs titres » ; « La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres », Marie-Noëlle Dompé, Revue droit des sociétés n° 11, novembre 2006, étude 19.

28 - CA Paris, arrêt du 27 avril 1993, *Mutuelle du Mans c/ OCP*.

la fondation ne serait donc pas de protéger des actifs, mais de favoriser un autre compétiteur (le consortium). Autrement dit, « la fondation est apparue à ce moment-là instrumentalisée à l'effet de forcer la surenchère de l'initiateur, qui se voit ainsi dicter les termes de son offre, d'une manière plus directe que dans le précédent Plavix : soit en retenant un prix très élevé, une condition qui traduit en soi un changement d'orientation de la défense, puisque reconnaissant finalement la primauté absolue de l'intérêt des actionnaires de Suez ; soit en retenant un prix moindre, mais qui contraindrait alors l'initiateur à consentir à une opération de cession d'actifs sociaux au profit d'un shadow compétiteur choisi par la direction de la société cible, tout en empêchant les actionnaires de Suez d'arbitrer librement entre les deux opérations »²⁹. Ainsi, l'AMF critique non pas la mise en place de la fondation, mais son mécanisme d'activation qui tend selon elle à discriminer les compétiteurs. C'est la combinaison entre la fondation et le « shadow compétiteur » ainsi que l'instrumentalisation de l'un pour favoriser l'autre qui posaient problème.

12. – Conclusion. Ces éléments ont contribué à la prise de position de l'AMF qui a considéré que les défenses adoptées par Suez (la sanctuarisation des actifs et le soutien à la proposition du consortium Ardian-GIP) portaient atteinte aux principes directeurs que l'AMF a pour mission de faire respecter. La position de l'AMF, sans être révolutionnaire³⁰, rejoint une position doctrinale selon laquelle certaines bornes boursières s'imposent en période d'OPA à la cible. Comme l'a exprimé le Professeur Dominique Schmidt : « On a le droit de conduire une voiture pourvu que le conducteur ne prenne pas un sens interdit, c'est-à-dire que le CA peut adopter des défenses mais en respectant le droit boursier »³¹.

Une fois qu'on a affirmé que les principes directeurs du droit des OPA n'ont pas été abolis par la loi Florange, il faut en tirer des conséquences. Autrement dit, il faut se poser la question de l'articulation entre la capacité défensive et les principes directeurs.

II. L'articulation de la capacité défensive des dirigeants avec les principes directeurs du droit des OPA

13. – Idée défendue. L'articulation entre, d'une part, la capacité défensive du CA découlant de l'article L. 233-23 du code de commerce et de l'article 12 de la directive et,

29 - A. Pietrancosta, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *op. cit.*, nous soulignons.

30 - En effet, la communication de l'AMF nous rappelle le communiqué du 23 avril 2004 pour les bons « Plavix ». Dans un premier temps, l'AMF rappelle le droit pour une société qui se trouve être la cible d'une offre publique de faire adopter par l'assemblée générale de celle-ci des mesures lui permettant de se défendre. Dans un second temps, l'AMF affirme qu'elle ne saurait accepter des mesures adoptées en cours d'offre qui ne joueraient qu'à l'encontre de l'un des intervenants. Ce n'est donc pas les bons qui sont contraires aux principes boursiers, mais leur instrumentalisation pour favoriser le consortium. Voir sur ce point concernant les bons « Plavix » : J.-M. Moulin, « Retour sur les bons dits « Plavix » émis dans le cadre de l'offre publique d'achat de Sanofi-Synthelabo sur Aventis », *op. cit.*

31 - Expression employée par le Professeur Dominique Schmidt dans un article de presse « 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/>, nous soulignons.

d'autre part, les principes directeurs de droit boursier découlant de l'article 3-1 c) et le RG AMF, ne se fait pas au niveau de l'interdiction des défenses efficaces, mais des défenses absolues.

14. – L'articulation, interdiction des défenses efficaces ? Au regard de l'équilibre global du droit des OPA, on peut penser que l'articulation de la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA se fait au niveau de l'interdiction des mesures efficaces susceptibles de faire échouer l'offre. En effet, le droit des OPA en Europe est réglementé sévèrement avec des obligations extrêmement lourdes pesant sur l'initiateur, notamment avec les principes d'égalité entre les actionnaires (prix pour tous, offres à 100 %, etc.) et de transparence. Face à cette sévérité, un régime de relative efficacité des défenses serait envisageable pour équilibrer les droits des actionnaires et les impératifs du marché. En droit comparé, cela s'apparenterait au régime anglais qui interdit les mesures de défense efficaces en adoptant le principe de neutralité.

Néanmoins, une telle articulation se heurte à des contradictions avec le droit positif : (i) la directive OPA et la loi Florange permettent d'adopter des mesures susceptibles de faire échouer une offre publique ; (ii) une telle interdiction serait une condamnation pure et simple des mesures anti-OPA, une solution radicale qui n'a été adoptée par aucun système juridique européen ; (iii) une telle interdiction serait implicitement contraire au RG AMF qui autorise le retrait d'une OPA, en principe irrévocable, si les défenses adoptées par la cible modifient la consistance de la cible³². Ainsi, tant la loi que le règlement semblent autoriser le conseil d'administration à frustrer les actionnaires.

15. – L'articulation, interdiction des défenses absolues ? Selon nous, l'articulation de la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA se ferait au niveau de l'interdiction des défenses absolues, c'est-à-dire les défenses non fondées sur la légitimité actionnariale qui empêchent les actionnaires de se prononcer et qui interdisent aux actionnaires de désactiver ces défenses. Ainsi, le tracé de l'interdit boursier en matière de défense anti-OPA semble tenir « à l'interdiction de l'absoluité des défenses ou de leur pure potestativité »³³.

Cette articulation n'est pas contraire à l'état du droit positif. (i) D'abord, l'article 3 de la directive OPA interdisant au CA de refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre, est considéré par certains commentateurs comme étant paradoxal avec la directive OPA, la loi Florange et le RG AMF autorisant les mesures susceptibles de faire échouer l'offre³⁴. Cet article, d'apparence paradoxale avec ces textes, est en fait mal compris. Il n'interdit pas au CA d'adopter des mesures efficaces tendant à faire échouer l'offre, il interdit plutôt des mesures non fondées sur la légitimité actionnariale. (ii) Ensuite, le considérant 19 de la directive considère que : « Les États membres devraient prendre les mesures nécessaires pour donner à tout offrant la possibilité d'acquiescer un intérêt majoritaire dans d'autres sociétés et d'en exercer pleinement le contrôle ». Ainsi, « les défenses qui empêchent les actionnaires de se prononcer contreviennent à ce qui fait

32 - 232-11 RG AMF.

33 - A. Pietrancosta, « Affaire Veolia c/ Suez : de la contestation des principes généraux du droit des OPA comme limites aux moyens défensifs des sociétés cibles », *op. cit.*, nous soulignons.

34 - F. Barrière, « La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique », Bulletin Joly Bourse - n° 10 - p. 508, nous soulignons.

l'essence même d'une offre, à savoir l'acquisition et le plein exercice du contrôle »³⁵.

Plus précisément, en vertu de ces principes généraux, une défense non absolue est une défense présentant certaines caractéristiques : (i) une défense qui n'empêche pas totalement les actionnaires de se prononcer soit par le marché soit dans l'AG³⁶ ; (ii) une défense qui ne défend pas la société contre l'avis même de ses actionnaires ; (iii) une défense qui peut être désactivée par les actionnaires, notamment en révoquant le CA ; (iv) une défense qui est efficace, mais pas contre la majorité des actionnaires. Autrement posée, la défense ne peut être efficace que si elle a implicitement l'approbation des actionnaires ; (v) une défense qui correspond à un risque particulier et qui lui est proportionné³⁷.

Ainsi, considérer que l'articulation de la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA se fait au niveau de l'interdiction des défenses absolues pourrait être une solution de bon sens car l'offre est adressée aux actionnaires, et les dirigeants eux-mêmes sont les représentants des actionnaires. Selon cette acceptation, le CA n'aurait pas de légitimité face à la majorité des actionnaires et ne pourrait pervertir le jeu de la démocratie actionnariale, à peine de violation des principes fondateurs du droit des sociétés. Quelle est la légitimité d'un CA de prendre des mesures anti-OPA contre ses actionnaires, en les empêchant de se prononcer ? On peut se poser la question.

En droit comparé du Delaware, même si on connaît des défenses fortes qui empêchent complètement l'initiateur de remporter l'offre, ce sont les actionnaires qui décident *in fine*. Ainsi, les initiateurs qui se heurtent à des défenses anti-OPA peuvent prendre le contrôle de l'AG pour ensuite lancer un *proxy fight* : ils essaient de convaincre les actionnaires de les suivre, de révoquer les dirigeants et de désamorcer les défenses pour ensuite lancer l'offre. Ce système ne veut pas dire que les défenses anti-OPA ne sont pas efficaces, mais qu'elles ne peuvent pas être efficaces contre la majorité des actionnaires.

16. – Étude de cas : Veolia/Suez. L'OPA de Veolia sur Suez illustre parfaitement l'articulation de la capacité défensive avec les principes directeurs du droit des OPA, et ce par l'activation de la *Stichting*. En effet, la possibilité pour les conseils d'administration d'adopter des défenses anti-OPA ne devrait pas poser de problème en théorie, tant que les actionnaires peuvent convoquer une assemblée des actionnaires et voter la révocation des administrateurs. Néanmoins, le CA de Suez a transféré deux actions de sa filiale Suez Eau France à une *Stichting* qui ne peut être désactivée même par un vote des actionnaires de Suez. Ainsi, la fondation est mise en place pour empêcher les actionnaires de s'exprimer car le dispositif aboutirait à créer une sorte de

non-révocabilité des administrateurs, ce qui est contraire au principe de révocation *ad nutum*³⁸.

À la limite, le premier objet de la fondation qui consiste à bloquer les actifs peut se concevoir dans la mesure où elle permet à la cible de préserver des actifs essentiels et de les protéger contre l'initiateur. Néanmoins, il faut tirer des critiques formulées par l'AMF que, si une fondation est mise en place pour défendre la société contre ses propres actionnaires et pour priver l'AG d'une prérogative essentielle en empêchant la révocation des membres du CA, elle serait une défense absolue et donc une limite à la capacité défensive du CA en vertu des principes directeurs des OPA.

17. – Conclusion. Une fois que la coexistence des principes directeurs de droit boursier avec la capacité défensive des dirigeants a été démontrée, l'articulation entre les deux pourrait se faire au niveau de l'interdiction des défenses absolues, c'est-à-dire celles non fondées sur la légitimité actionnariale. Cette articulation permettrait de tracer les frontières entre les impératifs de marché dictés par le droit boursier et la logique du droit des sociétés. À ce stade, même si le communiqué de l'AMF admet la coexistence, la paix signée entre Veolia et Suez nous aura privés de plusieurs décisions de justice intéressantes pour le droit des OPA. Il serait ainsi intéressant d'observer si, à l'avenir, l'application jurisprudentielle post-loi Florange confirme ou non la démarche entreprise par l'AMF. ■

35 - D. Schmidt, « Le droit des minoritaires et les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat, nous soulignons*. Ici, le Pr. Schmidt parle des bons d'offre, mais la solution semble être applicable à toutes les défenses.

36 - Selon le Professeur Viandier, priver les actionnaires d'une réponse reviendrait à augmenter leurs engagements au sens de l'article 1836 du code civil, décision qui requiert l'unanimité, voir : A. Viandier, « OPA/OPE », *op. cit.*

37 - Une sorte de double test comme le prévoit le standard d'appréciation commerciale renforcée avec la jurisprudence *Unocal* aux États-Unis (*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954, Del. 1985). 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 ».

38 - D. Schmidt, « Les moyens d'action des minoritaires mécontents des défenses anti-OPA mises en place par la société cible », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 5, septembre 2021, dossier 23.