

RAPPORT

DU

GROUPE DE HAUT NIVEAU
D'EXPERTS
EN DROIT DES SOCIÉTÉS

SUR

DES QUESTIONS LIEES
AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

Bruxelles, le 10 janvier 2002

**LE GROUPE DE HAUT NIVEAU
D'EXPERTS EN DROIT DES SOCIÉTÉS**

Président: Jaap WINTER

Jan SCHANS CHRISTENSEN

José Maria GARRIDO GARCIA

Klaus J. HOPT

Jonathan RICKFORD

Guido ROSSI

Joëlle SIMON

Rapporteur : Dominique THIENPONT

Secrétariat : Karel VAN HULLE

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Préambule	1
Résumé	2
Observations et recommandations présentées par le Groupe de Haut Niveau d'Experts en Droit des Sociétés	
Introduction	14
Chapitre I	19
Égalité des conditions de jeu en matière d'offres publiques d'acquisition	
Chapitre II	49
Le prix équitable à payer en cas d'offre obligatoire	
Chapitre III	58
Retrait obligatoire et rachat obligatoire après une offre publique d'acquisition	
Annexe 1	
Mandat du Groupe de Haut Niveau d'Experts en Droit des Sociétés	
Annexe 2	
Méthodes de travail du Groupe de Haut Niveau d'Experts en Droit des Sociétés	
Annexe 3	
Résumé des observations présentées, au cours des auditions ou autrement, au Groupe à Haut Niveau d'Experts en Droit des Sociétés	
Annexe 4	
Liste des principaux obstacles aux offres publiques d'acquisition	
Annexe 5	
Flux financiers enregistrés au cours des dernières années entre l'Europe et les États-Unis	

Annexe 6

Directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition: projet commun approuvé par le comité de conciliation le 6 juin 2001

PRÉAMBULE

Ce document est le premier rapport que présente le Groupe de Haut Niveau d'Experts en Droit des Sociétés, conformément au mandat reçu de la Commission européenne le 4 septembre 2001 (cf. annexe 1).

1er rapport du Groupe, présenté conformément au mandat donné par la Commission

Le Groupe a été créé par la Commission européenne, qui lui a demandé de fournir un avis indépendant, tout d'abord, sur l'adoption de règles paneuropéennes relatives aux offres publiques d'acquisition et, ensuite, sur les priorités à retenir en vue d'une modernisation du droit européen des sociétés. Dans ce contexte, il a été invité à rendre, avant la fin de l'année 2001, un premier rapport contenant ses recommandations quant aux règles à appliquer aux OPA.

1er volet de son mandat: les OPA

Au regard des positions respectivement défendues par le Conseil des ministres de l'UE et par le Parlement européen au stade ultime des négociations sur la dernière proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition, le Groupe a été chargé de répondre aux questions suivantes:

Trois questions à traiter

- comment créer, dans l'ensemble de l'Union, des conditions garantissant l'égalité de traitement de tous les actionnaires en cas d'OPA;
- comment définir le "prix équitable" à offrir aux minoritaires;
- serait-il opportun de permettre à un actionnaire majoritaire de racheter les participations minoritaires (selon un dispositif de "retrait obligatoire")?

M. Jaap Winter, président, et les autres membres du Groupe remercient les membres de la commission des affaires juridiques et du marché intérieur du Parlement européen ainsi que M. Frits Bolkestein, membre de la Commission européenne, et M. John Mogg, directeur général chargé du marché intérieur, pour leur aide et leur coopération.

Remerciements

Le Groupe remercie également tous ceux qui ont pris part aux auditions qu'il a organisées ou qui lui ont fait connaître leur point de vue par un autre canal, se rendant souvent disponibles dans un très court laps de temps. Un résumé des principales observations reçues figure à l'annexe 3 du présent rapport.

Enfin, le Groupe remercie le rapporteur, le secrétariat et leurs équipes pour la contribution constructive et efficace qu'ils ont apportée à son travail, dans le délai serré qui lui était imparti.

RÉSUMÉ DES OBSERVATIONS ET RECOMMANDATIONS PRÉSENTÉES PAR LE GROUPE DE HAUT NIVEAU D'EXPERTS EN DROIT DES SOCIÉTÉS

CHAPITRE I - "Égalité des conditions de jeu en matière d'offres publiques d'acquisition"

L'intégration du marché européen des capitaux d'ici à 2005 est un objectif important de l'Union européenne. La réglementation applicable aux offres publiques d'acquisition (OPA) est un élément clé de cette intégration. Le lancement et le succès d'une OPA sur un marché des valeurs mobilières déterminé dépendent d'un certain nombre de facteurs généraux ou structurels, le plus souvent macroéconomiques, mais parfois inhérents aux sociétés mêmes.

À l'heure actuelle, ces facteurs généraux ou inhérents aux sociétés varient beaucoup d'un État membre à l'autre. L'annexe [4] donne un aperçu des facteurs propres aux sociétés qui sont légalement, et fréquemment, invoqués dans les États membres pour faire obstacle aux OPA, tels qu'ils ont été recensés par le Groupe. Il en découle qu'une OPA n'a pas les mêmes chances de succès dans tous les États membres et que les actionnaires ne jouissent pas partout de la même possibilité de céder leurs actions à l'auteur de l'OPA (ci-après "l'offrant"). D'une manière générale, il y a donc "inégalité en matière d'OPA dans l'Union européenne".

Or, à la lumière des preuves économiques dont il dispose, le Groupe estime qu'un mécanisme facilitant les OPA serait fondamentalement profitable. Une OPA permet en effet de créer de la richesse en exploitant les synergies possibles, mais aussi de discipliner les dirigeants de sociétés cotées dont l'actionnariat est dispersé, ce qui sert, à long terme, les meilleurs intérêts des parties concernées ainsi que l'intérêt général. Ces considérations constituent également un des fondements de la directive. Cela ne signifie pas pour autant que les OPA soient toujours profitables aux parties intéressées.

Le Groupe a pour mission de déterminer si, et dans quelle mesure, il y a lieu d'établir l'égalité des conditions de jeu en matière d'OPA au niveau européen, plus particulièrement en ce qui concerne les mécanismes et structures autorisés ou créés par le droit des sociétés des États membres et pouvant faire échouer ou avorter une offre publique d'acquisition. Les facteurs considérés sont, par nature, inhérents aux sociétés mêmes. Le Groupe reconnaît que toute approche reposant sur ces bases resterait donc sans effet sur les différences tant générales que structurelles qui séparent les États membres. Il estime cependant que ses recommandations sur les mécanismes et les structures du droit des sociétés, outre les changements provoqués par le marché, pourraient contribuer notablement à lever les inégalités en matière d'OPA dans l'Union européenne.

Le Groupe estime que toute disposition du droit européen des sociétés visant à instaurer l'égalité des conditions de jeu en matière d'OPA doit s'articuler autour des deux axes suivants:

1. Décision par les actionnaires

En cas d'offre publique d'acquisition, la décision finale doit appartenir aux actionnaires. Ceux-ci doivent toujours être libres de proposer ou non leurs actions à l'offrant, au prix qui leur convient. Il n'appartient pas au conseil d'administration d'une société de décider de l'issue d'une OPA sur les actions de cette société. Cela ne signifie pas pour autant que le conseil n'a aucune responsabilité en cas d'offre publique d'acquisition.

D'aucuns allèguent que l'opposition du conseil d'administration à une OPA peut être justifiée, si elle favorise la prise en considération des intérêts des actionnaires et des autres parties intéressées, notamment les salariés. Le Groupe rejette cette objection. Les mécanismes défensifs sont souvent coûteux en soi. Surtout, les dirigeants d'une société font face à un sérieux conflit d'intérêts en cas d'OPA. Il convient donc que les actionnaires puissent décider par eux-mêmes et que les autres parties intéressées soient protégées par des règles spécifiques (relevant, par exemple, du droit du travail ou du droit de l'environnement).

2. Proportionnalité entre le capital supportant le risque ultime et le contrôle

Par proportionnalité entre risque économique ultime et contrôle, le Groupe entend que seules les parts du capital social conférant au détenteur un droit illimité sur les bénéfices de la société ou sur sa valeur nette de liquidation doivent normalement lui conférer un droit de contrôle proportionnel au risque assumé. Les titulaires de ces droits illimités sur les bénéfices et sur l'actif net d'une société sont les mieux placés pour prendre les décisions affectant cette société, puisqu'ils supporteront les conséquences ultimes de leurs décisions. Dans le présent rapport, cette notion sera désignée par l'expression "capital supportant le risque ultime".

Le détenteur de la majorité du capital d'une société doit pouvoir contrôler celle-ci. Les structures du capital et du contrôle d'une société qui accordent des droits disproportionnés à un (certains) actionnaire(s) ne doivent pas permettre de bloquer une OPA, qui aurait sans cela réussi, portant sur le capital supportant le risque ultime cette société. La notion de "capital supportant le risque ultime" utilisée dans le présent rapport n'englobe pas celles des actions privilégiées qui n'exposent pas leur détenteur aux résultats complets de la société mais ne lui confèrent qu'un droit limité sur les bénéfices et/ou sur l'actif résiduel net.

Sur un marché des valeurs mobilières pleinement intégré et bien développé, les forces du marché pourraient déterminer elles-mêmes l'adhésion des sociétés au principe de proportionnalité. Le même raisonnement pourrait s'appliquer au principe de la prise de décision finale par les actionnaires, mais le conflit d'intérêts auquel sont exposés les administrateurs et dirigeants de la société visée risque de faire pièce au marché dans ce contexte.

En tout état de cause, ce marché efficient n'existe pas encore à l'échelle européenne. Le Groupe juge donc nécessaire de préciser les deux principes précités au moyen de règles plus détaillées ayant des effets contraignants dans les États membres. À cet effet, il a envisagé les deux approches suivantes: application généralisée des principes directeurs et application limitée au cadre d'une OPA.

Bon nombre des structures de société examinées par le Groupe s'écartent des deux principes directeurs en cas d'OPA, mais, en outre, elles ont plus généralement pour effet, au stade antérieur à l'offre, de concentrer le contrôle entre les mains du conseil d'administration et/ou d'une minorité d'actionnaires. Il pourrait paraître plus cohérent d'appliquer les deux principes directeurs d'une manière générale, et non uniquement en cas d'OPA. Les mécanismes précités devraient alors être évalués dans leur contexte particulier, afin de déterminer si et dans quelles circonstances ils sont encore justifiés.

Cet examen exhaustif ne fait toutefois pas partie des missions attribuées au Groupe dans l'optique de ce premier rapport et il deviendrait inutile si une solution efficace pouvait être trouvée dans le seul contexte des OPA. Le Groupe estime cependant qu'une règle générale et permanente devrait être instituée, à savoir: toutes les sociétés cotées devraient être tenues de divulguer intégralement la structure de leur capital et celle de leur contrôle. Seule cette transparence totale permettra aux marchés d'apprécier correctement l'efficacité de sociétés présentant différentes structures de capital et de contrôle.

Quels qu'en soient les mérites et les justifications, les mécanismes et structures du droit des sociétés qui s'écartent des deux principes directeurs précités ne doivent pas entraver ou empêcher indûment le lancement ou la réussite d'une OPA. En cas d'OPA, deux étapes sont à distinguer. La première s'ouvre au moment où l'offre est lancée. La seconde commence une fois que l'offre a abouti. Le Groupe estime, que l'égalité des conditions de jeu n'est possible que pour autant que des règles garantissent l'application effective des deux principes à chacune de ces deux étapes.

L'article 9, paragraphe 1, point a), de la directive prévoit essentiellement que le conseil d'administration de la société visée doit rester "neutre" une fois l'offre lancée. L'article 9 confirme le principe selon lequel la décision appartient à l'actionnaire lorsqu'il y a lieu de réagir à une OPA. Selon cet article, les actionnaires sont libres de décider de participer ou non à l'OPA, et toute action visant à contrer l'offre requiert l'autorisation expresse de l'assemblée générale des actionnaires au moment des faits.

L'article 9, en tant que tel, ne garantit pas le respect, une fois l'OPA annoncée, du principe de proportionnalité entre la participation détenue dans le capital supportant le risque ultime et le contrôle exercé. Un droit de vote disproportionné risque d'être utilisé afin de permettre au conseil d'administration de faire échouer l'offre si ledit conseil, ou l'actionnaire minoritaire qui le contrôle, souhaite s'y opposer. Quand une OPA est lancée, le principe de proportionnalité commande que toute décision consécutive de l'assemblée générale approuvant des mesures destinées à faire échec à l'offre soit adoptée par une majorité des voies reconnues, de manière proportionnelle, aux détenteurs du capital supportant le risque ultime.

Pour la seconde étape, une fois l'OPA réussie, le Groupe estime qu'une égalité des conditions de jeu n'est réalisable que pour autant que les deux principes directeurs soient appliqués avec une efficacité raisonnable aux mécanismes et structures du droit des sociétés propres à faire échouer une offre, qui peuvent parfois être en place dès avant le lancement de celle-ci. Il pourrait convenir, à cette fin, d'instaurer une règle permettant à l'auteur d'une OPA de neutraliser ces mécanismes et structures lorsque le degré de succès de son offre justifie clairement une telle possibilité.

Selon le Groupe, cette neutralisation, appliquée après la réussite d'une OPA, réaliserait un bon compromis entre, d'une part, la nécessité de permettre, pour le moment, la cohabitation de structures de capital et de contrôle différentes résultant des particularités nationales et, d'autre part, celle de permettre et de favoriser le lancement et l'aboutissement d'OPA, aux fins de créer un marché des valeurs mobilières intégré à l'échelle européenne.

Le Groupe est d'avis que la règle de neutralisation doit profiter à quiconque lance une OPA visant la totalité des actions représentatives du capital supportant le risque ultime d'une société et acquiert ainsi un certain pourcentage de ce capital. Il estime que ce seuil ne doit pas dépasser 75 % du capital supportant le risque ultime de la société visée. Les États membres doivent être autorisés à ramener ce seuil au pourcentage du capital permettant à une assemblée générale de prendre des décisions exceptionnelles, telles qu'une modification des statuts ou une réorganisation de la société.

Après le lancement d'une OPA, l'assemblée générale des actionnaires de la société visée peut décider, de sa propre initiative ou sur une proposition du conseil d'administration, d'émettre de nouvelles actions pour faire barrage à l'offrant. Si sa décision repose sur la majorité voulue du capital supportant le risque ultime, elle est respectable dans la mesure où elle ne viole pas les principes de la prise de décision par l'actionnaire et de la proportionnalité entre prise de risque et contrôle. S'il est obligé d'invoquer la règle de neutralisation pour exercer le contrôle auquel il peut prétendre, l'offrant doit pouvoir subordonner son offre sur la totalité du capital de la société à la condition d'atteindre le seuil déclenchant l'application de cette règle, de manière à pouvoir y recourir.

La règle de neutralisation doit avoir pour effet de rendre inopérantes les dispositions des statuts et autres documents constitutifs contraires aux principes de la prise de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre participation au capital supportant le risque ultime et contrôle. À cet effet, deux règles doivent être appliquées.

1. L'offrant qui acquiert 75 % au moins du capital supportant le risque ultime d'une société doit pouvoir exercer un pourcentage correspondant des droits de vote à l'assemblée générale des actionnaires. Cela signifie que le calcul des droits de vote et de participation à une assemblée générale convoquée après que l'offrant aura atteint le seuil précité ne tiendra pas compte de certaines dispositions des statuts et autres documents constitutifs de la société, et notamment: les dispositions limitant le droit de vote, les dispositions conférant un droit de vote multiple ou double ou refusant tout droit de vote, les dispositions conférant un droit de vote injustifié (c'est-à-dire autre qu'aux fins d'une protection appropriée) aux détenteurs de certains titres non représentatifs du capital supportant le risque ultime.

2. L'offrant qui acquiert 75 % au moins du capital supportant le risque ultime doit pouvoir exercer les droits fondamentaux que le droit des sociétés lui reconnaît. Il s'agit notamment du droit de nommer, de suspendre et de révoquer les membres du conseil d'administration, et du droit de déterminer les statuts et autres documents constitutifs de la société via des modifications de ces actes. Les dispositions statutaires qui entravent l'exercice de ces droits doivent être écartées. Une exception doit être faite pour les dispositions contraignantes du droit des sociétés des États membres qui confèrent à des tiers le droit de désigner ou de nommer les administrateurs (exemple: co-détermination).

Du point de vue du droit des sociétés et des marchés des capitaux, rien ne justifie une distinction entre les sociétés où des droits de contrôle spéciaux sont détenus par des particuliers et celles où ces droits sont détenus par des États. Du point de vue de l'intérêt général, le Groupe estime que les droits attachés à des actions spécifiques détenues par les États doivent être exercés conformément aux principes du droit public et non à ceux du droit des sociétés, même si la Cour de justice ne les considère pas comme contraires au traité de Rome.

La règle de neutralisation doit s'appliquer aux dispositions qui figuraient dans les statuts avant le déclenchement de l'OPA comme à celles qui y ont été insérées en réponse à celle-ci. Si, après avoir approuvé des mesures de défense post-offre, ils acceptent finalement de céder leurs titres à l'offrant, mettant ainsi celui-ci en possession de 75 % ou plus du capital supportant le risque ultime de la société, les actionnaires reviennent ainsi clairement sur leur décision de s'opposer à l'offre.

La règle de neutralisation doit s'appliquer dès que l'auteur d'une OPA générale atteint le seuil de 75 % du capital supportant le risque ultime de la société cible. Si cette application était reportée jusqu'à l'expiration d'un délai déterminé, il en résulterait une incertitude inacceptable pour l'offrant, la société, les autres actionnaires, le conseil d'administration et les autres parties intéressées, sur toute la durée de la période d'attente.

L'offrant ne peut exercer les droits de contrôle que lui confère sa participation au capital supportant le risque ultime que dans le cadre d'une assemblée générale des actionnaires. Dès lors qu'il a atteint le seuil de participation requis, il doit donc pouvoir convoquer cette assemblée générale à bref délai. Pendant cette assemblée, l'offrant peut, au même titre que les autres détenteurs du capital supportant le risque ultime de la société, exercer un droit de vote proportionnel à sa participation à ce capital.

Le Groupe s'est demandé si le détenteur d'actions conférant un droit de vote multiple ou un droit de contrôle spécial devait être dédommagé de la perte de ces droits lorsque l'auteur d'une OPA générale atteint le seuil de participation déclenchant la neutralisation. Sa conclusion est que l'offrant ne doit pas être tenu d'offrir ce dédommagement. La perte éventuelle de ces droits spéciaux résulterait, en effet, d'une politique publique de l'Union européenne et des États membres visant à instaurer l'égalité des conditions de jeu en matière d'OPA sur tout le territoire communautaire. Il pourrait être justifié, à titre exceptionnel, de compenser la perte de droits de contrôle spéciaux, pour autant que le titulaire de ces droits puisse prouver un dommage spécifique. Le Groupe recommande de poursuivre la réflexion sur l'opportunité de prévoir une procédure d'évaluation en pareil cas. Cette procédure ne devra en aucun cas empêcher l'offrant d'invoquer la règle de neutralisation pour faire valoir son droit de contrôle.

Le Groupe estime que certains types d'obstacles aux OPA inhérents aux sociétés doivent rester en dehors du champ d'application de la neutralisation, essentiellement parce que celle-ci ne paraît pas adaptée à leur nature. Cela ne signifie pas pour autant que ces mécanismes de défense n'appellent aucun traitement et doivent continuer d'empêcher les OPA. Le Groupe a envisagé trois types d'obstacles.

Premièrement, les dispositions des statuts et autres documents constitutifs limitant la cessibilité des actions. La directive sur les admissions en bourse de 1979 prévoit que les actions cotées doivent être librement négociables. Il n'est toutefois pas rare que des sociétés ne fassent coter en bourse qu'une partie du capital supportant le risque ultime, ou émettent une ou plusieurs classes distinctes d'actions représentatives de ce capital qui ne seront pas cotées. L'exigence de négociabilité ne s'applique pas à ces actions non cotées. Le Groupe estime que les détenteurs de ces actions non cotées doivent pouvoir les céder à l'offrant, qui doit pouvoir les acquérir. Un exemple particulièrement illustratif est celui de la société qui émet des actions représentatives du capital supportant le risque ultime et les cède à une société fiduciaire qui émet à son tour des certificats représentatifs de ces actions ne conférant aucun droit de vote au porteur. Ces certificats représentatifs d'actions doivent être librement échangeables contre les titres sous-jacents en cas d'OPA générale.

Deuxièmement: les obstacles de nature contractuelle. Les contrats conclus par une société peuvent contenir un large éventail de clauses ayant pour effet d'activer, de modifier ou de résilier lesdits contrats si le contrôle de la société change de mains. Le Groupe estime que ces clauses contractuelles ne doivent pas tomber sous le coup de la règle de neutralisation, vu la difficulté de tenir compte des raisons, parfaitement acceptables, sur la base desquelles les parties à l'accord peuvent imposer ces clauses, la bonne foi de la partie qui se prévaut desdites clauses et les réparations qui seraient dues à celle-ci en cas d'application de la neutralisation.

Un autre type d'obstacle contractuel aux offres publiques d'acquisition est le pacte d'actionnaires interdisant aux signataires de céder leurs actions à l'auteur d'une OPA, parfois sous peine de lourdes sanctions financières. Il est cependant à craindre que les signataires du pacte ne manquent d'informations pour juger de l'opportunité de vendre leurs actions à la faveur d'une éventuelle offre future. Le Groupe recommande à la Commission d'envisager l'adoption au niveau communautaire d'une règle prévoyant que ce type de clause d'un pacte d'actionnaires est inapplicable en cas d'OPA générale.

Dans certains États membres, une personne peut contrôler une société via une cascade de holdings cotées ou non. On trouve des actionnaires minoritaires, privés du contrôle, dans chaque holding de la chaîne. Les structures pyramidales créent, par d'autres moyens, la même disproportion entre participation au capital supportant le risque ultime et droits de contrôle que, par exemple, les titres à vote multiple (il en est de même des systèmes de participation circulaire ou croisée dans les sociétés cotées). Le Groupe estime que les structures pyramidales doivent rester en dehors du champ d'application de la règle de neutralisation. Il paraît en effet difficile de concevoir une neutralisation s'appliquant à ce type de structures, qui posent des problèmes généraux débordant le cadre strict des OPA. Le Groupe recommande donc à la Commission de déterminer s'il y a lieu de réglementer les structures pyramidales (comptant éventuellement plusieurs sociétés cotées) et quelles mesures de protection (relevant de la législation sur les groupes de sociétés, sur la cotation en bourse ou sur d'autres aspects) doivent s'appliquer dans tous les États membres.

Dans le débat sur la dernière proposition de directive, il a été objecté que ce texte ne permettait pas à l'Union européenne de concurrencer les États-Unis à armes égales. L'article 9 de la directive aurait privé les sociétés européennes de nombreux moyens de défense en cas d'OPA, contrairement aux sociétés américaines, qui disposent toujours d'un arsenal d'instruments ad hoc. Il a également été avancé que le système américain constituait un bon modèle pour l'Europe.

Le Groupe souhaite d'abord préciser que les législations en matière d'OPA des États fédérés américains diffèrent largement entre elles. Les conditions de concurrence ne sont donc déjà pas homogènes sur le territoire américain. Cela dit, il est vrai que les conseils d'administration des sociétés américaines disposent généralement d'une grande marge d'appréciation en ce qui concerne les mesures de défense, en vertu de la règle de l'autonomie des dirigeants (*business judgement rule*).

Le Groupe estime cependant que l'exemple américain ne doit pas être suivi en Europe, et ce, pour plusieurs raisons. Le large pouvoir discrétionnaire dont jouissent les conseils d'administration américains pour prendre des mesures anti-OPA s'inscrit dans un contexte juridique et capitaliste général qui diffère largement de l'environnement européen. Les OPA sont très fréquentes sur le marché des capitaux américain et, comme le montre l'annexe [5], les sociétés européennes profitent largement de cette dynamique. Les dispositifs anti-OPA en vigueur aux États-Unis n'échappent aucunement à la critique et on trouve une abondante littérature, tant économique que juridique, selon laquelle la décision finale doit appartenir aux actionnaires.

Enfin, le Groupe n'est pas convaincu de la réalité de l'avantage concurrentiel dont les États-Unis sont censés jouir, compte tenu des autres aspects de l'environnement américain. S'il subsistait néanmoins un doute au niveau politique, on pourrait envisager de n'appliquer les principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre prise de risque et contrôle préconisés dans le présent rapport qu'aux seules OPA lancées par des sociétés européennes cotées.

Sur la base de ce qui précède, le Groupe formule les recommandations suivantes:

Sujets	Recommandations
<p>Point I.1 Divulgarion des structures du capital et du contrôle</p>	<p>Recommandation I.1 Les sociétés cotées doivent être tenues de publier des informations complètes sur la structure de leur capital et celle de leur contrôle (exception faite de ce qui relève du droit général applicable), par exemple dans leurs rapports annuels, leurs prospectus d'inscription à la cote d'une bourse et leurs prospectus d'émission. Elles doivent être tenues à tout moment de divulguer tout changement important du contenu de ces informations. La publicité de certaines de ces informations est déjà obligatoire en vertu des directives en vigueur. Le Groupe recommande que toutes soient regroupées aux fins d'une publication et d'une présentation cohérentes.</p>
<p>Point I.2 Décision finale par l'actionnaire après le lancement de l'offre</p>	<p>Recommandation I.2 Lorsqu'une OPA a été lancée, le conseil d'administration de la société visée ne doit pas pouvoir s'y opposer sur la base d'une autorisation accordée antérieurement à l'offre par l'assemblée générale des actionnaires. Ce n'est qu'après le lancement d'une OPA que les actionnaires, alors en mesure d'évaluer toutes les informations utiles, pourront être équitablement invités à décider si leur conseil d'administration doit ou non s'opposer à l'offrant.</p>
<p>Point I.3 Proportionnalité entre prise de risque et contrôle après le lancement de l'offre</p>	<p>Recommandation I.3 Quand une OPA est lancée, toute décision consécutive de l'assemblée générale approuvant des mesures destinées à faire échec à l'offre doit être adoptée par une majorité des voies reconnues, de manière proportionnelle, aux détenteurs du capital supportant le risque ultime de la société. L'auteur de l'OPA doit aussi pouvoir voter lors de cette assemblée, dans la mesure où il détient déjà une partie de ce capital.</p>

Point I.4 Règle de neutralisation une fois l'OPA réussie - Principe	Recommandation I.4 Une règle doit permettre à l'auteur d'une OPA de "neutraliser" les mécanismes et structures prévus dans les statuts et autres documents constitutifs de nature à faire échouer son offre, lorsque le degré de succès de ladite offre justifie clairement une telle possibilité.
Point I.5 Règle de neutralisation une fois l'OPA réussie - Seuil	Recommandation I.5. Le seuil d'application de cette règle ne doit pas être fixé au-delà de 75 % du capital supportant le risque ultime de la société, à la date de l'aboutissement de l'offre. Les États membres doivent être autorisés à ramener ce seuil au pourcentage du capital supportant le risque ultime permettant à une assemblée générale de prendre des décisions exceptionnelles, telles qu'une modification des statuts ou une réorganisation de la société. Les États membres doivent veiller à ce que ce seuil ne soit pas inférieur aux majorités qualifiées nécessaires pour adopter des décisions exceptionnelles en assemblée générale. L'offrant doit pouvoir subordonner son offre sur la totalité du capital de la société à la condition d'atteindre ledit seuil.
Point I.6 Règle de neutralisation une fois l'OPA réussie - Effets	Recommandation I.6 Les dispositions des statuts et des autres documents constitutifs contraires aux principes de la prise de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre participation au capital supportant le risque ultime et droits de contrôle doivent être neutralisées. Il s'agit notamment: 1) des règles concernant les droits de vote et 2) des règles concernant la composition du conseil d'administration et les modifications des statuts et autres documents constitutifs de la société. Ces dispositions doivent être neutralisées: a) que les titulaires des droits de contrôle spéciaux soient des États, des particuliers ou des sociétés; b) que les dispositions visées aient été mises en place avant ou, à titre défensif, après le lancement de l'OPA. Lorsque le bénéficiaire de ces dispositions est un État membre, et dans la mesure où elles sont justifiables au regard du droit communautaire, elles ne doivent être autorisées que pour autant qu'elles soient soumises aux principes du droit public.
Point I.7 Règle de neutralisation une fois l'OPA réussie - Calendrier et procédure	Recommandation I.7 La règle de neutralisation doit s'appliquer dès que l'auteur d'une OPA générale atteint le seuil de 75 % du capital supportant le risque ultime de la société cible. Dès qu'il a atteint ce seuil, l'offrant doit pouvoir convoquer à bref délai une assemblée générale des actionnaires, où il doit pouvoir exercer un droit de vote proportionnel à sa participation au capital supportant le risque ultime de la société.
Point I.8 Règle de neutralisation une fois l'OPA réussie - Compensation	Recommandation I.8 L'offrant qui a atteint le seuil précité à la faveur d'une OPA générale et qui prive ainsi les détenteurs d'actions conférant un droit de vote disproportionné ou un droit de contrôle spécial de la faculté d'exercer ces droits ne doit pas être tenu de les dédommager pour cette perte. Il pourrait être justifié, dans des cas exceptionnels, de compenser la perte de droits de contrôle spéciaux, pour autant que le titulaire de ces droits puisse prouver un dommage spécifique. Le Groupe recommande de poursuivre la réflexion sur l'opportunité de prévoir une procédure d'évaluation en pareil cas.
Point I.9 Dispositions limitant la cessibilité des actions	Recommandation I.9 En cas d'OPA générale sur le capital supportant le risque ultime d'une société, les restrictions à la cessibilité des actions non cotées représentatives de ce capital ne doivent pas être opposables à l'offrant. Si les certificats représentatifs d'actions valant participation au capital supportant le risque ultime d'une société sont cotés, ils doivent être librement échangeables contre les titres sous-jacents, en cas d'OPA générale visant cette société.

Point I.10 Dispositions contractuelles	Recommandation I.10 Les clauses contractuelles générales susceptibles de faire obstacle à une OPA ne doivent pas relever de la règle de neutralisation, mais devraient plutôt être abordées dans le cadre du droit général des contrats et du droit des sociétés. Pour ce qui concerne plus précisément les pactes d'actionnaires interdisant aux signataires de céder leurs actions à l'auteur d'une OPA, parfois sous peine de lourdes sanctions financières, le Groupe recommande à la Commission d'étudier la possibilité d'une adoption par tous les États membres d'une règle qui rendrait ces pactes inapplicables en cas d'OPA générale.
Point I.11 Structures pyramidales	Recommandation I.11 Le Groupe est d'avis que les structures pyramidales doivent également rester en dehors du champ d'application de la règle de neutralisation et il recommande à la Commission de déterminer s'il y a lieu de réglementer les structures pyramidales (comptant éventuellement plusieurs sociétés cotées) et quelles mesures de protection des actionnaires minoritaires (relevant de la législation sur les groupes de sociétés, sur la cotation en bourse ou sur d'autres aspects) doivent s'appliquer dans tous les États membres.
Point I.12 Égalité des conditions de jeu entre l'Union et les États-Unis	Recommandation I.12. Les propositions du Groupe ne sont pas de nature à instaurer, en droit européen des sociétés, une réglementation sur les OPA comparable, dans les grandes lignes, à celle en vigueur aux États-Unis. Il estime cependant, pour plusieurs raisons, que le système américain, qui n'est pas sans susciter la controverse, ne doit pas être imité en Europe et que l'Union européenne doit d'abord déterminer quel type de réglementation en matière d'OPA favorisera le plus le développement d'un marché des capitaux intégré et efficient à l'échelle européenne. S'il subsistait néanmoins un doute au niveau politique, on pourrait envisager de n'appliquer les principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre capital supportant le risque ultime et contrôle préconisés dans le présent rapport qu'aux seules sociétés européennes cotées qui lancent des OPA sur d'autres sociétés européennes cotées, pour autant que cette solution ne viole pas les conventions internationales en vigueur et qu'elle soit applicable en pratique.

CHAPITRE II – "Le prix équitable à payer en cas d'offre obligatoire"

La notion de prix équitable est introduite à l'article 5, paragraphe 1, de la directive. Cet article, qui vise à harmoniser les circonstances dans lesquelles une offre obligatoire doit être présentée, dispose notamment que: "Cette offre est adressée à tous les détenteurs de titres et porte sur la totalité de leurs titres, à un prix équitable."

Le Groupe estime que, si l'on veut garantir une protection adéquate des actionnaires minoritaires, il est crucial d'exiger de l'offrant qu'il propose un prix équitable en cas d'offre obligatoire.

Dans le présent rapport, et selon les termes de son mandat, le Groupe ne traite cependant de la notion de prix équitable qu'en relation avec l'offre obligatoire. Au-delà de cette restriction, il convient d'exclure toute exigence de prix équitable en cas d'offre volontaire pour la simple raison qu'en principe, il appartient alors au marché d'apprécier l'adéquation du prix proposé.

La longueur du débat sur la directive a montré la difficulté de définir des règles communes relatives aussi bien au niveau qu'à la nature de la contrepartie à proposer en cas d'offre obligatoire. À cet égard, la directive prévoit deux règles:

- l'article 5, paragraphe 1, qui fait référence à la situation dans laquelle une personne prend le contrôle d'une société, énonce les principes d'offre obligatoire et de prix équitable ainsi que des dispositions relatives à la nature de la contrepartie à offrir (prévoyant notamment la possibilité d'une contrepartie en espèces);
- l'article 6, paragraphe 3, impose aux États membres d'adopter des règles relatives à l'information que doit contenir le document d'offre établi et publié par l'offrant, que son offre soit volontaire ou obligatoire.

Dans certains des États membres appliquant le principe de l'offre obligatoire, les dispositions relatives à la contrepartie à proposer alors ont un caractère contraignant; quelques autres n'ont édicté que des recommandations. Par ailleurs, les dispositions susmentionnées varient grandement dans les exigences qu'elles formulent, en ce qui concerne aussi bien le niveau que la nature de la contrepartie. Dans quelques États membres, le niveau de la contrepartie n'est déterminé que par référence à de grands principes (par exemple, celui de l'égalité de traitement de tous les actionnaires). La grande majorité d'entre eux a toutefois adopté des dispositions détaillées pour le cas de l'offre obligatoire. Ces dispositions sont très diverses, tant dans la nature et le nombre de critères qu'elles fixent que dans la manière dont ces critères sont appliqués. Quant à la nature de la contrepartie, dans la plupart des États membres, l'offrant est libre de proposer aussi bien des espèces que des titres.

Tel qu'il est formulé, l'article 5, paragraphe 1, de la directive implique que la question de l'équité du prix relève du droit européen, fixé en dernier ressort par la Cour de justice des Communautés européennes. De l'avis du Groupe, il n'est cependant pas souhaitable qu'une telle question se règle moyennant des procédures judiciaires interminables. Le Groupe considère donc qu'il conviendrait, au minimum, de préciser qu'il incombe aux États membres d'édicter un ou plusieurs critères de calcul du prix équitable, conformément à l'exigence formulée par la directive.

Le Groupe reconnaît enfin que toute règle afférente à la contrepartie à proposer en cas d'offre obligatoire devrait permettre un degré raisonnable de flexibilité, dans l'objectif de garantir effectivement l'égalité de traitement de tous les actionnaires. Mais il observe également que le bon fonctionnement des marchés européens des capitaux suppose une prévisibilité suffisante quant à cette contrepartie.

Sur la base de ces observations, le Groupe formule les recommandations suivantes:

Sujets	Recommandations
Point II.1 Instauration d'une approche harmonisée en matière de prix équitable	Recommandation II.1 Il conviendrait d'instaurer une approche harmonisée au niveau communautaire, qui permette aux offrants de prévoir et, idéalement, de chiffrer le prix équitable à payer en cas d'offre obligatoire. Cette approche devrait, d'un côté, créer une forte présomption en faveur d'un prix établi par l'application d'une règle commune et, d'un autre côté, permettre une flexibilité suffisante dans des circonstances particulières.

Point II.2 Règle de base normalement applicable	Recommandation II.2 Le prix à acquitter en cas d'offre obligatoire devrait normalement être égal au prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de cette catégorie, sur le marché ou de gré à gré, pendant une certaine période précédant l'acquisition des titres par laquelle il a pris le contrôle de la société visée. Les États membres doivent pouvoir fixer librement la longueur de cette période, dans une fourchette de six à douze mois.
Point II.3 Flexibilité dans des circonstances particulières	Recommandation II.3 Les États membres devraient être habilités à définir à la fois les cas dans lesquels cette règle de base peut ne pas s'appliquer et les critères que pourraient alors retenir les autorités de contrôle dans leur décision d'exiger un prix supérieur ou, au contraire, inférieur au prix le plus élevé déjà payé. En ce qui concerne la définition des cas susmentionnés, la directive devrait énoncer les principes suivants: 1) une dérogation à la règle de base n'est possible que s'il est prouvé que son application entraînerait la fixation d'un prix inéquitable; 2) pour un prix moins élevé, la charge de la preuve incombe à l'offrant; 3) toute affaire complexe doit se régler en donnant la priorité à un traitement équitable des actionnaires de la société visée. Pour ce qui est des critères à retenir dans ces circonstances, les États membres devraient être autorisés à appliquer les critères suivants: 1) la valeur de marché moyenne sur une certaine période précédant l'offre, allant de six à douze mois; 2) la valeur de liquidation de la société visée; 3) tout autre critère d'évaluation objectif couramment utilisé en analyse financière. Toute décision par laquelle une autorité de contrôle retiendrait un prix différent du prix le plus élevé déjà payé devrait être étayée par une information justificative complète.
Point II.4 Délai de présentation de l'offre obligatoire	Recommandation II.4 La question de savoir si un prix proposé dans le cadre d'une offre obligatoire est équitable ou non dépend grandement du moment où cette offre est présentée. Il conviendrait donc d'exiger que l'offre obligatoire soit présentée dans un court laps de temps (à fixer par les États membres, dans une limite de trente jours) suivant la prise de contrôle de la société visée via une acquisition de ses titres.
Point II.5 Acquisition de titres à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs, en dehors de l'offre obligatoire ou après	Recommandation II.5 Les États membres devraient mettre en place a) un système selon lequel l'acquisition de titres à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs serait totalement interdite pendant l'offre ou une certaine période suivant l'offre ou b) un système selon lequel l'acquisition de titres à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs pendant l'offre ou une certaine période suivant l'offre obligerait l'offrant à verser la différence entre le second et le premier prix proposés à ceux des détenteurs ayant cédé leurs titres dans le cadre de l'offre obligatoire. Les États membres devraient être libres de fixer la longueur de la période considérée, dans une fourchette de six à neuf mois.

CHAPITRE III – "Retrait obligatoire et rachat obligatoire après une offre publique d'acquisition"

Fondamentalement, le dispositif du **retrait obligatoire** confère à l'actionnaire majoritaire d'une société donnée le droit d'exiger des actionnaires minoritaires de cette société qu'ils lui vendent leurs titres à un prix approprié. Inversement, le dispositif du **rachat obligatoire** donne à tout actionnaire minoritaire le droit de contraindre l'actionnaire majoritaire à lui racheter sa participation à un prix approprié.

Conformément aux termes de son mandat, le Groupe examine ici l'opportunité du retrait et du rachat obligatoires dans le seul contexte de l'offre publique d'acquisition.

Aucun instrument du droit européen des sociétés ne régit actuellement le retrait et le rachat obligatoires. Par conséquent, les États membres sont libres de décider s'il convient d'ancrer ces dispositifs dans leur législation nationale et, le cas échéant, à quelles conditions.

La plupart des États membres accordent à un actionnaire majoritaire le droit de racheter les participations détenues par les minoritaires. Néanmoins, les conditions d'exercice de ce droit varient largement, notamment en ce qui concerne: les sociétés auxquelles il s'applique, sa subordination éventuelle à la présentation d'une OPA, le seuil de participation à atteindre pour pouvoir l'exercer et la contrepartie à proposer alors aux actionnaires minoritaires.

Environ la moitié des États membres accorde aux actionnaires minoritaires le droit de contraindre l'actionnaire majoritaire à racheter leurs participations. Là encore, les conditions d'exercice de ce droit varient beaucoup, sur les mêmes points que ceux évoqués précédemment à propos du rachat obligatoire.

Le Groupe estime que le droit, octroyé à un actionnaire majoritaire, de racheter les participations minoritaires détenues dans la société qu'il a acquise par voie d'offre publique se justifie à plusieurs égards: le fait que des actionnaires minoritaires demeurent en place après une OPA génère divers coûts et risques; le retrait obligatoire rend l'offre publique d'acquisition plus attrayante pour les offrants potentiels et peut être considéré comme faisant pendant à la règle de l'offre obligatoire; enfin, il s'agit d'un outil plus efficace que les procédures de radiation de la cote. Le Groupe note par ailleurs que, si les droits de propriété sont protégés aux niveaux national et international, divers tribunaux nationaux ont établi que le retrait obligatoire n'était pas incompatible avec les dispositions correspondantes.

Le Groupe est en outre d'avis que le droit des actionnaires minoritaires de contraindre l'actionnaire majoritaire à racheter leurs participations à la suite d'une offre publique d'acquisition se justifie aussi à plusieurs égards: après une OPA, l'actionnaire majoritaire peut être tenté d'abuser de sa position dominante; si le marché est devenu trop peu liquide, les actionnaires minoritaires ne peuvent obtenir de contrepartie adéquate en y cédant leurs titres; le rachat obligatoire constitue un bon moyen d'alléger la pression à la vente que subissent les actionnaires lors d'une OPA; enfin, ce dispositif peut être considéré comme faisant pendant au retrait obligatoire.

Sur la base de ces observations, le Groupe formule les recommandations suivantes:

Sujets	Recommandations
Point III.1 Possibilité de retrait et de rachat obligatoires post-OPA	Recommandation III.1 Étant donné les arguments plaidant en faveur de dispositifs de retrait et de rachat obligatoires post-OPA, une initiative communautaire s'impose pour garantir leur généralisation dans tous les États membres. En ce qui concerne aussi bien la définition du seuil déclencheur applicable que la détermination de la contrepartie à offrir, il conviendrait d'adopter des règles harmonisées dans l'ensemble de l'Union, tout en laissant aux États membres une marge de manœuvre suffisante pour tenir adéquatement compte des particularités de leur droit des sociétés comme de leur marché financier.

Point III.2 Seuil déclenchant le retrait obligatoire	Recommandation III.2 Les États membres devraient avoir la possibilité de fixer le seuil déclenchant le retrait obligatoire par référence au capital détenu (entre 90 % et 95 %) ou bien par référence au pourcentage d'acceptation de l'offre (90 %). Quelle que soit l'option choisie au niveau national, dans la situation où des titres de différentes catégories seraient encore détenus par des minoritaires après l'offre, il conviendrait que le retrait obligatoire s'applique catégorie par catégorie.
Point III.3 Contrepartie à proposer en cas de retrait obligatoire	Recommandation III.3 En ce qui concerne la contrepartie à offrir en cas de retrait obligatoire, le Groupe estime que le prix proposé au moment de l'offre publique devrait être réputé équitable dès lors que cette offre a été acceptée par des actionnaires détenant 90 % ou plus du capital social sur lequel elle portait. En cas d'offre obligatoire, toutefois, le prix proposé à cette occasion devrait être réputé équitable même si la condition précédente n'est pas remplie. En toute autre situation, il conviendrait que la contrepartie à offrir soit déterminée par un ou des experts. Si des espèces ont été proposées, exclusivement ou comme alternative, dans le cadre de l'offre, elles devraient l'être également lors du retrait obligatoire.
Point III.4 Seuil déclenchant le rachat obligatoire	Recommandation III.4 Les États membres devraient fixer le seuil déclenchant le rachat obligatoire par référence au capital détenu (dans une fourchette de 90 % à 95 %). Dans la situation où des titres de différentes catégories seraient encore détenus par des minoritaires après l'offre, il conviendrait que le rachat obligatoire s'applique catégorie par catégorie.
Point III.5 Contrepartie à exiger en cas de rachat obligatoire	Recommandation III.5 Pour ce qui est de la contrepartie exigible en cas de rachat obligatoire, le Groupe recommande que l'on suive mutatis mutandis les propositions faites ci-dessus à cet égard pour le retrait obligatoire.

INTRODUCTION

1. LES PROPOSITIONS DE DIRECTIVE SUR LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION : HISTORIQUE

1.1. La proposition d'origine

La Commission a, pour la première fois, annoncé son intention de proposer une directive en vue de rapprocher les législations des États membres relatives aux offres publiques d'acquisition dans son Livre blanc de 1985 sur l'achèvement du marché intérieur.

1985: une directive sur les OPA est envisagée pour la première fois

Le 19 janvier 1989, elle a présenté au Parlement européen et au Conseil une proposition de treizième directive du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat ou d'échange¹. Après avis du Comité économique et social (rendu le 27 septembre 1989)² et du Parlement européen (rendu le 17 janvier 1990)³, elle a présenté une proposition modifiée le 10 septembre 1990⁴.

1989: la Commission présente une première proposition

1990: cette proposition est modifiée

Cependant, il est rapidement apparu qu'il serait difficile d'obtenir une majorité qualifiée au Conseil sur ce premier texte relativement détaillé. Certains États membres jugeaient, en effet, qu'il péchait par excès de précision, tandis que d'autres ne voyaient pas vraiment l'utilité d'une directive sur les offres publiques d'acquisition, compte tenu, notamment, de l'absence de conditions de jeu égales pour les offres publiques d'acquisition dans l'Union.

Le premier texte était relativement détaillé

Dans sa déclaration au Conseil européen d'Édimbourg de décembre 1992 sur la subsidiarité, la Commission a alors annoncé qu'elle reverrait sa proposition. Elle a réitéré cette intention au Conseil européen d'Essen de décembre 1994. Une consultation a donc été engagée auprès des États membres, sur la base d'un questionnaire visant à cerner les éléments qui pourraient figurer dans une nouvelle proposition de directive sur les offres publiques d'acquisition.

Il est décidé de le réviser sur la base de la subsidiarité

¹ JO C 64 du 14.3.1989, p. 8; avec l'exposé des motifs, suppl. 3/89 - CE Bull.

² JO C 298 du 27.11.1989, p. 56.

³ JO C 38 du 19.2.1990, p. 41.

⁴ JO C 240 du 26. 9.1990, p. 7; avec l'exposé des motifs, COM(90) 416 final - SYN 186.

1.2. La proposition révisée

a) Le texte présenté par la Commission en 1996

Le 8 février 1996, la Commission a présenté au Parlement européen et au Conseil une seconde proposition de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition⁵. Cette seconde proposition était rédigée sous la forme d'une directive-cadre, suivant en cela les conclusions de la consultation engagée auprès des États membres, qui avait mis en évidence leur préférence marquée pour un document énonçant simplement des principes généraux, pour laisser aux législateurs et régulateurs nationaux une grande liberté quant aux modalités d'application. Par exemple, la proposition de 1996, contrairement à celle de 1989, ne définit pas le seuil à atteindre pour le lancement d'une offre obligatoire; le soin en est laissé aux États membres, qui peuvent ainsi décider en fonction de leurs traditions et pratiques nationales.

1996: la Commission présente une seconde proposition, qui prend la forme d'une directive-cadre

Le Comité économique et social a avalisé la seconde proposition le 11 juillet 1996⁶. Pour sa part, le Parlement européen a rendu un avis lors de sa session plénière des 25 et 26 juin 1997⁷, par lequel il approuvait le texte à une large majorité, tout en proposant une vingtaine d'amendements.

Le CES et le PE avalisent le texte

À la fin de l'année 1997, la Commission a présenté une proposition modifiée⁸.

1997: une proposition modifiée est présentée

b) La position commune du Conseil

Lors de sa réunion du 21 juin 1999, le Conseil Marché intérieur est parvenu à un accord politique sur la proposition de directive. Cet accord était toutefois subordonné à la condition que les négociations engagées entre l'Espagne et le Royaume-Uni au sujet de Gibraltar trouvent une conclusion satisfaisante. Comme l'article 4 de la directive imposait aux États membres de désigner une autorité compétente pour le contrôle des offres, l'Espagne voulait, en effet, exclure toute possibilité de voir instituée une autorité spécifique à Gibraltar.

1999: le Conseil parvient à un accord politique, qu'il subordonne à l'issue des négociations sur Gibraltar

Près d'un an plus tard, la question était réglée par un accord, et le 19 juin 2000, le Conseil adoptait une position commune⁹.

2000: le Conseil adopte une position commune

⁵ JO C 162 du 6.6.1996, p. 5; avec l'exposé des motifs, COM(95) 655 final.

⁶ JO C 295 du 7.10.1996, p.1.

⁷ JO C 222 du 21.7.1997, p.20.

⁸ JO C 378 du 13.12.1997, p. 10.

c) La seconde lecture au Parlement européen

Le texte de la position commune a été soumis au Parlement européen pour seconde lecture. Étayés par un rapport de Klaus-Heiner Lehne (PPE-DE), les débats se sont cependant révélés difficiles. Vingt amendements ont finalement été adoptés, qui prévoyaient des modifications importantes. De fait, pour le PE, trois grands problèmes se posaient:

(1) le manque d'harmonisation, notamment sur la définition du "prix équitable" à payer en cas d'offre obligatoire;

(2) l'introduction du principe selon lequel il incombait aux actionnaires d'une entreprise visée par une OPA de décider des mesures de défense à prendre (principe de "neutralité" de l'organe d'administration ou de direction, ci-après "le conseil d'administration");

(3) l'absence de mesures spécifiques visant à protéger les salariés.

En outre, le Parlement proposait d'instaurer une procédure harmonisée de retrait obligatoire (*squeeze-out*).

La seconde lecture du texte au PE met au jour trois grands problèmes:

- manque d'harmonisation
- principe de neutralité des administrateurs
- absence de protection des salariés

De plus, l'introduction d'une procédure de retrait obligatoire est proposée

Or, si la Commission pouvait accepter certains amendements proposés par le Parlement, d'autres, parmi les plus importants, étaient inacceptables, pour elle-même comme pour le Conseil. Une procédure de conciliation est donc devenue inévitable.

Une procédure de conciliation devient donc inévitable

d) La procédure de conciliation

La procédure de conciliation a permis de trouver un accord sur la plupart des points en suspens. La Commission a ainsi déclaré qu'elle chargerait un groupe d'experts de traiter la question du retrait obligatoire et celle du prix équitable dans le cadre d'un mandat plus large de révision du droit des sociétés. En matière de protection des salariés, le Conseil a accepté l'essentiel des amendements présentés par le Parlement, dans la mesure où ils avaient trait à l'information à fournir au personnel et à ses représentants en cas d'OPA sur l'entreprise. La question la plus difficile à trancher était celle de la neutralité du conseil d'administration, reposée dans le contexte plus large de la disparité des règles régissant les offres au sein de l'Union ainsi qu'entre l'Union et le reste du monde, notamment les États-Unis.

La conciliation permet un accord sur la plupart des points en suspens

Des experts sont chargés d'étudier les questions du prix équitable et du retrait obligatoire

L'inégalité des conditions de jeu suscite de vifs débats

Des négociations difficiles ont conduit à l'adoption, le 6 juin 2001, d'un projet commun (ci-après "la directive") par le comité de conciliation (cf. annexe 6).

Juin 2001: un projet commun est adopté

⁹ JO C 23 du 24.1.2001, p. 1.

Cependant, ce texte commun n'a pas obtenu la majorité requise au Parlement européen, réuni en session plénière le 4 juillet 2001 (273 membres ont voté pour, et 273 contre).

Juillet 2001: le PE réuni en session plénière rejette le texte

2. ÉLABORATION D'UNE NOUVELLE PROPOSITION

Une solution commune sur les offres publiques d'acquisition est un objectif essentiel du plan d'action pour les services financiers. Aussi le commissaire Bolkestein a-t-il annoncé, à la réunion du Conseil ECOFIN de juillet 2001, que la Commission entendait présenter, le plus rapidement possible, une nouvelle proposition tenant notamment compte des problèmes soulevés par le Parlement européen.

Juillet 2001: la Commission annonce son intention de présenter rapidement une nouvelle proposition

Tenant une promesse faite à cette institution, il a ensuite décidé, en septembre 2001, d'instituer un Groupe d'experts de haut niveau chargé d'étudier les voies et moyens d'une modernisation du droit européen des sociétés. Le mandat donné à ce Groupe incluait expressément l'examen des problèmes susmentionnés: les experts s'y attacheraient en priorité et présenteraient un rapport à la Commission avant la fin de l'année 2001.

Septembre 2001: un Groupe d'experts de haut niveau en droit des sociétés est institué

Le Groupe d'experts a ainsi eu à répondre à trois questions sur les offres publiques d'acquisition: comment garantir l'égalité de traitement des actionnaires au sein de l'UE; comment définir le prix équitable à payer en cas d'offre obligatoire; serait-il opportun d'instaurer une procédure de retrait obligatoire ?

Premier volet du mandat donné à ce Groupe: l'examen de questions ayant trait aux OPA

3. PROTECTION DES INTÉRÊTS DES SALARIÉS

Le Groupe n'a pas traité de manière spécifique de la protection des intérêts des salariés en cas d'OPA sur leur entreprise, parce que son mandat se limitait à l'examen d'un nombre limité de questions du droit des sociétés posées par la directive. De plus, même s'il reconnaît qu'une OPA peut mettre en jeu les intérêts de certaines parties prenantes, et notamment des salariés, il estime que cela ne fonde pas le conseil d'administration à prendre des mesures défensives déniaient aux actionnaires la possibilité d'apporter effectivement leurs parts à un offrant désireux de les acheter.

La question de la protection des intérêts des salariés ne relève pas du mandat du Groupe d'experts

Le texte de la directive formulait des exigences poussées quant aux renseignements à fournir aux salariés. Toute autre question concernant ceux-ci devrait faire l'objet d'une législation spécifique, qui prévoie leur information et leur consultation ainsi que la protection de leurs intérêts en cas d'offre induisant une restructuration de leur

La directive prévoit des droits d'information et de consultation, également inscrits dans plusieurs

entreprise. Dans nombre d'États membres, une telle législation est déjà en vigueur. De plus, une directive visant à harmoniser les exigences d'information et de consultation est en préparation. Il convient de noter que des exigences similaires sont formulées dans la directive concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen¹⁰ (1994) et dans la directive complétant le statut de la société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs¹¹ (2001). L'offrant sera également soumis à ces exigences une fois le rachat accompli. La décision de vendre éventuellement prise par les actionnaires de la société visée n'affecte en rien la protection légale offerte aux salariés et aux autres parties prenantes.

*autres textes
communautaires*

*La protection de
ces droits n'est
pas affectée par
la réalisation
d'une OPA*

¹⁰ Directive 94/45/CE du Conseil, du 22 septembre 1994, concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen ou d'une procédure dans les entreprises de dimension communautaire et les groupes d'entreprises de dimension communautaire en vue d'informer et de consulter les travailleurs, JO L 254 du 30.9.1994, p. 64.

¹¹ Directive 2001/86/CE du Conseil, du 8 octobre 2001, complétant le statut de la Société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs, JO L 294 du 10.11.2001, p. 22.

CHAPITRE I

ÉGALITÉ DES CONDITIONS DE JEU EN MATIÈRE D'OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

1. INTRODUCTION

L'intégration du marché européen des capitaux d'ici à 2005 est un objectif important de l'Union européenne. La réglementation applicable aux offres publiques d'acquisition (OPA) est un élément clé de cette intégration.

La réglementation sur les OPA est un élément clé de l'intégration du marché européen des capitaux

Le lancement et le succès d'une OPA sur un marché des valeurs mobilières déterminé dépendent d'un certain nombre de facteurs généraux ou structurels, le plus souvent macroéconomiques, mais parfois inhérents aux sociétés mêmes.

Les OPA subissent l'influence de plusieurs facteurs

Parmi les facteurs généraux, on citera: la structure et le niveau de développement du marché des valeurs mobilières; la disponibilité de sources de financement pouvant remplacer le marché des capitaux, comme l'autofinancement et le crédit à long terme; l'importance relative et le rôle du secteur bancaire; les structures types d'actionariat; et la situation économique, sociale et culturelle d'un pays.

Facteurs généraux

Parmi les facteurs propres aux sociétés, ont une incidence: la mesure dans laquelle les statuts et les autres documents constitutifs d'une société confèrent ou non, avant une OPA, des droits de vote aux actions acquises dans le cadre de ladite OPA, ou confèrent un droit de vote double ou multiple ou des droits de contrôle spéciaux aux détenteurs de certaines autres actions, la mesure dans laquelle les structures de la société confèrent un droit de vote majoritaire aux actionnaires minoritaires (structures pré-OPA), et les mesures spécifiques destinées à faire échouer une offre après qu'elle ait été annoncée¹² (structures post-OPA).

Facteurs inhérents aux sociétés

À l'heure actuelle, ces facteurs généraux ou inhérents aux sociétés varient beaucoup d'un État membre à l'autre. L'annexe [4] donne un aperçu des facteurs propres aux sociétés qui sont légalement, et

Nombreuses différences entre les États

¹² L'article 9, paragraphe 1, point a), de la directive permet aux États membres de prévoir que l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires visée à cet article doit être accordée à titre préalable, par exemple lorsque le conseil d'administration de la société visée a connaissance de l'imminence de l'offre. Pour plus de commodité, le présent rapport définit la situation "post-OPA" comme suivant le moment où une offre a été annoncée ou lancée.

fréquemment, invoqués dans les États membres pour faire obstacle aux OPA, tels qu'ils ont été recensés par le Groupe. Il en découle qu'une OPA n'a pas les mêmes chances de succès dans tous les États membres et que les actionnaires ne jouissent pas partout de la même possibilité de céder leurs actions à l'auteur de l'OPA (ci-après "l'offrant"). D'une manière générale, il y a donc "inégalité en matière d'OPA dans l'Union européenne".

*membres =
inégalité des
conditions de jeu*

Or, à la lumière des preuves économiques dont il dispose, le Groupe estime qu'un mécanisme facilitant les OPA serait fondamentalement profitable.

*Un mécanisme
facilitant les OPA
offrirait plusieurs
avantages*

Une OPA permet, en effet, à l'offrant de créer de la richesse en exploitant les synergies existant entre ses activités propres et celles de la société visée. Bon nombre de sociétés européennes devront atteindre leur taille optimale pour tirer véritablement parti du marché intérieur en voie d'intégration. Cela vaut aussi pour les sociétés qui opèrent au niveau mondial. Les OPA sont un moyen de réaliser cet objectif, tant pour les offrants que pour les sociétés visées.

*Exploitation des
synergies*

Une OPA offre aussi aux actionnaires la possibilité de céder leurs actions à l'offrant, pour un prix éventuellement supérieur à celui du marché. Tel est le cas si l'offrant estime que les ressources de la société seront mieux développées et exploitées par lui-même ou sous son contrôle.

*Occasion de
vendre à un prix
supérieur au prix
du marché*

Enfin, réelle ou potentielle, l'OPA représente un bon moyen de discipliner les dirigeants de sociétés cotées dont l'actionnariat est dispersé, ces dirigeants n'étant, après tout, que les agents des actionnaires. Si ces dirigeants sont peu performants ou incapables d'exploiter les possibilités plus vastes qui s'offrent à eux, le cours des actions de leur société tombera généralement sous son niveau potentiel, ce qui permettra à une société rivale et à ses dirigeants de lancer une offre, en alléguant leur compétence supérieure. Cette discipline imposée aux dirigeants et cette réaffectation des ressources servent, à long terme, les meilleurs intérêts des parties concernées ainsi que l'intérêt général. Ces considérations constituent également un des fondements de la directive.

*Discipliner les
dirigeants*

Cela ne signifie pas pour autant que les OPA soient toujours profitables aux parties intéressées, à savoir l'offrant, la société cible et leurs actionnaires respectifs. Comme toutes les opérations du type "fusions et acquisitions", les OPA peuvent être créatrices ou destructrices de richesse, et les gains des actionnaires de la société visée peuvent faire pendant à une perte des actionnaires de l'offrant. La question de savoir si les dirigeants de l'offrant doivent ou non lancer une OPA sur la société cible et s'ils doivent ou non consulter leurs actionnaires au préalable trouve sa réponse dans les principes

*Les OPA ne sont
pas toujours
profitables*

généraux du gouvernement d'entreprise applicables à l'offrant. Elle ne relève pas de la directive.

Le Groupe a pour mission de déterminer si, et dans quelle mesure, il y a lieu d'établir l'égalité des conditions de jeu en matière d'OPA au niveau européen, plus particulièrement en ce qui concerne les mécanismes et structures autorisés ou créés par le droit des sociétés des États membres et pouvant faire échouer ou avorter une offre publique d'acquisition. Les facteurs considérés sont, par nature, inhérents aux sociétés mêmes. Le Groupe reconnaît que toute approche reposant sur ces bases resterait donc sans effet sur les différences tant générales que structurelles qui séparent les États membres. Il estime cependant que ses recommandations sur les mécanismes et les structures du droit des sociétés, outre les changements provoqués par le marché, pourraient contribuer notablement à lever les inégalités en matière d'OPA dans l'Union européenne.

Le Groupe s'intéresse essentiellement aux facteurs inhérents aux sociétés (droit des sociétés)

Les recommandations du Groupe vont s'ajouter aux changements dictés par le marché

2. DEUX PRINCIPES DIRECTEURS

Le Groupe estime que toute disposition du droit européen des sociétés visant à instaurer l'égalité des conditions de jeu en matière d'OPA doit s'articuler autour des deux axes suivants: la décision finale doit incomber aux actionnaires, et le contrôle exercé par un actionnaire doit être proportionnel à sa prise de risque.

Égalité en matière d'OPA: deux principes

1. Décision par les actionnaires

En cas d'offre publique d'acquisition, la décision finale doit appartenir aux actionnaires. Ceux-ci doivent toujours être libres de proposer ou non leurs actions à l'offrant, au prix qui leur convient. Il s'agit d'une caractéristique fondamentale des sociétés cotées en bourse, dont les actions peuvent être achetées par voie de négociation sur un marché ou par voie d'offre publique. Sa reconnaissance générale est une condition sine qua non du développement optimal des marchés des valeurs mobilières et, partant, de la capacité de financement des entreprises européennes.

En cas d'offre publique d'acquisition, la décision finale doit toujours revenir aux actionnaires

Il n'appartient pas au conseil d'administration d'une société de décider de l'issue d'une OPA sur les actions de cette société. Le conseil ne doit pas pouvoir contrer ou empêcher une OPA et priver ainsi les actionnaires de cette occasion de négocier leurs titres. Il ne doit pas non plus pouvoir prendre de mesures visant à faciliter l'aboutissement d'une offre donnée, ou de l'offre qui a sa préférence lorsque plusieurs offres se concurrencent, présument ainsi la décision des actionnaires.

Il n'appartient pas au conseil d'administration de décider du succès d'une OPA

Ceci ne veut pas dire que le conseil d'administration n'a aucune responsabilité en cas d'offre publique d'acquisition. Sa connaissance, en tant que partie prenante et en tant que responsable, de la stratégie et de la marche quotidienne de la société l'habilite et l'oblige à conseiller les actionnaires sur l'OPA. Il doit donner son avis sur les conséquences de l'offre pour la société et les activités qu'elle mène comme sur l'intérêt de l'offre pour les actionnaires. S'il juge une offre peu attrayante, il doit être libre et parfois tenu de rechercher d'autres offres. Il n'en reste pas moins que le choix définitif de l'une des offres concurrentes doit revenir aux actionnaires. Le conseil d'administration ne doit pas favoriser un offrant en particulier, par exemple en émettant des actions à son intention.

La responsabilité première du conseil d'administration est d'informer les actionnaires sur l'OPA

D'aucuns allèguent que l'opposition du conseil d'administration à une OPA peut être justifiée, si elle permet de diminuer la pression à la vente que subissent les actionnaires, offrant donc à ceux-ci la possibilité de négocier une prime plus élevée, et de faire valoir les intérêts d'autres parties intéressées, notamment les salariés. Le Groupe rejette ces objections. Même si la résistance du conseil d'administration à une OPA peut parfois contribuer à réaliser les objectifs précités, ce qui n'est pas toujours évident, tout système conférant à ce conseil le pouvoir discrétionnaire d'empêcher ou de faciliter une OPA comporte inévitablement des coûts et des risques inacceptables.

Différentes raisons sont parfois invoquées pour justifier le pouvoir du conseil d'administration de s'opposer à une OPA

Le Groupe rejette ces arguments

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 est 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 représenter 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 (relevant, par exemple, du droit du travail ou du droit de l'environnement).

Les mécanismes défensifs sont souvent coûteux

Les dirigeants font face à un conflit d'intérêts

Les intérêts des actionnaires et des autres parties intéressées sont mieux servis par d'autres moyens

2. Proportionnalité entre la prise de risque et le contrôle

Sur un marché des capitaux ouvert, les gros investisseurs (institutionnels) préfèrent normalement les titres conférant un pouvoir de contrôle proportionnel au risque économique final que représentent les sociétés émettrices. Leur financement étant d'ordinaire moins coûteux, les sociétés offrant de tels titres trouvent plus facilement des capitaux sur les marchés des valeurs mobilières. Par "proportionnalité entre risque économique ultime et contrôle", le

Seules les parts du capital social conférant au détenteur un droit illimité sur les bénéfices de la société ou sur sa valeur nette de

Groupe entend que *seules* les parts du capital social conférant au détenteur un droit illimité sur les bénéfices de la société ou sur sa valeur nette de liquidation doivent normalement lui conférer un droit de contrôle. Toutes ces parts du capital doivent normalement être assorties d'un droit de contrôle proportionnel au risque supporté par leur détenteur. Les titulaires de ces droits sur les bénéfices et sur l'actif net d'une société sont les mieux placés pour prendre les décisions affectant cette société, puisqu'ils supporteront les conséquences ultimes de leurs décisions. Dans le présent rapport, cette notion sera désignée par l'expression "capital supportant le risque ultime".

liquidation doivent normalement lui conférer un droit de contrôle

Dans le présent rapport, ces parts seront désignées par l'expression "capital supportant le risque ultime"

Le droit d'un actionnaire de déterminer le fonctionnement et les activités d'une société doit être proportionnel à sa participation au capital supportant le risque ultime de cette société. Le détenteur de la majorité de ce capital doit pouvoir contrôler la société. Les structures du capital et du contrôle d'une société qui accorde des droits disproportionnés à un (certains) actionnaire(s) ne doivent pas permettre de bloquer une OPA, qui aurait sans cela réussi, portant sur le capital supportant le risque ultime cette société.

Le détenteur de la majorité du capital supportant le risque ultime d'une société doit pouvoir contrôler celle-ci

La notion de "capital supportant le risque ultime" utilisée dans le présent rapport¹³ n'englobe pas les actions privilégiées au sens classique, qui n'exposent pas leur détenteur aux résultats complets de la société mais ne lui confèrent qu'un droit limité sur les bénéfices et/ou sur l'actif résiduel net. Ces actions privilégiées ont une fonction économique analogue à celle des titres de créance. Une application stricte et intégrale du principe de proportionnalité commande que le droit de vote conféré, le cas échéant, par ces actions soit exclusivement fonction du risque. Autrement dit, ce droit de vote ne doit être effectif qu'en cas de défaut de paiement du dividende privilégié, afin que des mesures de protection appropriées puissent être prises en réponse à cette défaillance de la société. Les actions donnant un droit privilégié sur une partie des bénéfices ou de l'actif net et conférant aussi le droit de partager le reste des bénéfices ou de l'actif net avec les autres actionnaires sont considérées comme capital supportant le risque ultime au sens du présent rapport. De même, les titres participatifs qui, sans être considérés comme représentatifs du capital social, donnent au détenteur un droit inconditionnel sur les bénéfices ou l'actif net de la société, sont aussi comptabilisés comme capital supportant le risque ultime.

Les actions privilégiées et les titres participatifs sont considérés comme "capital supportant le risque ultime" s'ils confèrent au porteur le droit illimité de participer aux bénéfices de la société ou d'avoir part à son actif net

¹³ Pour éviter toute confusion, la notion de "capital supportant le risque ultime" ici utilisée diffère de la notion de "capital" au sens de la deuxième directive sur le droit des sociétés et du droit des sociétés des États membres, ainsi que de la notion de "capital-risque" au sens où on l'entend dans certains États membres pour désigner notamment certaines formes risquées d'investissement, comme les prises de participation dans des entreprises de pointe ou en démarrage.

Modalités d'application des principes directeurs

Les deux principes précités tracent les orientations générales d'une législation communautaire sur les offres publiques d'acquisition visant des sociétés cotées. Ils ne sont toutefois pas directement applicables. Leurs effets doivent être précisés.

Les deux principes ne sont pas directement applicables

Sur un marché des valeurs mobilières pleinement intégré et bien développé, la décision des sociétés d'adhérer ou non au principe de proportionnalité entre prise de risque et contrôle pourrait être laissée aux forces du marché. Un tel marché pourrait être en mesure d'évaluer correctement le coût de l'investissement dans les sociétés dont les structures du capital et du contrôle s'écartent dudit principe, par comparaison aux autres possibilités d'investissement, normalement plus rentables, qui s'offriraient aux opérateurs. À long terme, les structures non conformes au principe de proportionnalité s'étioleraient et disparaîtraient alors, sauf justification liées à la situation particulière d'une société.

Sur un marché efficient, l'application du principe de proportionnalité pourrait être laissée aux forces du marché

Le même raisonnement pourrait s'appliquer au principe de la prise de décision finale par les actionnaires, mais le conflit d'intérêts auquel sont exposés les administrateurs et dirigeants de la société visée risque de faire pièce au marché dans ce contexte.

Le même raisonnement pourrait s'appliquer au principe de décision par les actionnaires

En tout état de cause, ce marché efficient n'existe pas encore à l'échelle européenne. Les marchés nationaux des valeurs mobilières connaissent des degrés de développement très variables. Si, dans quelques États membres, leurs acteurs peuvent juger efficacement les sociétés qui adhèrent ou non aux deux principes directeurs précités, le Groupe estime que tel n'est, le plus souvent, pas le cas. Ces marchés plus ou moins développés doivent être intégrés au niveau communautaire pour que la restructuration de l'industrie européenne et l'intégration des marchés financiers de l'Union européenne puissent s'opérer avec une efficacité et à un rythme raisonnables. Par ailleurs, les investisseurs tendent à être moins bien protégés sur les marchés où les deux principes ne sont pas appliqués par le plus grand nombre.

Un marché efficient n'existe toutefois pas encore à l'échelle européenne

Pour que les investisseurs puissent trouver à la fois l'efficacité et la protection voulues sur les marchés des valeurs mobilières de l'Union européenne, le Groupe juge nécessaire de préciser les deux principes au moyen de règles plus détaillées ayant des effets contraignants dans les États membres. À cet effet, il a envisagé les deux approches suivantes: application généralisée des principes directeurs et application limitée au cadre d'une OPA.

Les principes doivent donc être précisés au moyen de règles détaillées

Deux approches possibles

3. APPLICATION GÉNÉRALISÉE DES PRINCIPES DIRECTEURS

Non seulement bon nombre des structures de société examinées par le Groupe s'écartent des deux principes directeurs en cas d'OPA, mais, en outre, elles ont plus généralement pour effet, au stade antérieur à l'offre, de concentrer le contrôle entre les mains du conseil d'administration et/ou d'une minorité d'actionnaires.

Bon nombre de sociétés s'écartent en permanence des deux principes

Les exemples suivants peuvent être cités: administrateurs ayant un droit de regard sur la désignation des nouveaux membres du conseil; existence de plusieurs catégories d'actions assorties de droits de vote différenciés (exemple: émission de deux catégories d'actions distinctes portant la même valeur nominale et conférant les mêmes droits sur les bénéficiaires mais assorties, l'une, de plusieurs voix par action et l'autre, d'une seule voix par action); émission d'une seule catégorie d'actions assorties, les unes, d'une seule voix par action et les autres, de deux voix par action; catégories d'actions conférant un droit de vote limité; limitation générale du droit de vote de certains actionnaires ; droit de contrôle spécial, attribué aux détenteurs d'une catégorie de titres donnée (actions spécifiques ou *golden shares*) ou au conseil d'administration ; conventions de vote (ou *voting trusts*); structures pyramidales, et participations circulaires et croisées.

Exemples

Il pourrait paraître plus cohérent d'appliquer les deux principes directeurs d'une manière générale, et non uniquement en cas d'OPA. Il en résulterait l'obligation de supprimer toutes les structures sociales non conformes et de refondre en conséquence les structures du capital et du contrôle de toutes les sociétés cotées.

Une application généralisée des deux principes directeurs pourrait paraître plus cohérente

Cette vaste opération affecterait fondamentalement le contrôle, le financement et le fonctionnement des sociétés cotées de nombreux pays de l'Union. Les structures de sociétés contraires aux principes directeurs sont en effet le fruit de contextes nationaux caractérisés par des schémas d'actionnariat particuliers et d'autres facteurs influant sur le contrôle des sociétés. Par ailleurs, elles servent souvent des objectifs débordant le cadre des OPA. Elles ont été et, dans une certaine mesure, sont encore considérées comme justifiées dans les États membres.

Différentes structures ont été élaborées dans les différents contextes nationaux, où elles servent souvent des objectifs débordant le cadre des OPA

On pourrait objecter que certains dispositifs, comme les droits spéciaux conférés au conseil d'administration, les droits de vote plafonnés et les certificats représentatifs d'actions, ont été imaginés pour éviter que, dans une société dont l'actionnariat est dispersé, une petite minorité d'actionnaires ne puisse dominer l'assemblée générale en l'absence (coutumière) de la grande majorité d'entre eux. Le droit de vote multiple et les dispositifs conférant le contrôle à un actionnaire minoritaire correspondent souvent à un modèle d'actionnariat propre à un État membre donné. En créant un

Exemples de justifications

actionnaire minoritaire fort, apte à contrôler la société de l'intérieur, ces structures pourraient avoir contribué à discipliner les dirigeants de sociétés dont l'actionnariat est dispersé. Les structures contraires aux deux principes directeurs ont également pu servir les intérêts de certaines sociétés, et des actionnaires de celles-ci, à des stades particuliers de leur développement, comme les petites et moyennes entreprises préparant leur inscription à la cote d'une bourse.

D'autres structures semblent, en revanche, difficiles à justifier dans l'optique générale des marchés des capitaux et du droit des sociétés, comme les cascades (structures pyramidales) de sociétés cotées.

Certaines autres structures semblent difficiles à justifier

L'évaluation des effets d'une application généralisée des deux principes directeurs nécessiterait d'examiner en détail les différents mécanismes qui s'écartent de ces principes. Ces mécanismes devraient être évalués dans leur contexte particulier, afin de déterminer si et dans quelles circonstances ils sont encore justifiés. Il resterait alors à décider de la meilleure façon de mettre fin à ceux qui ne le seraient plus. Ces distorsions des structures de contrôle pourraient, de fait, avoir été mises en place pour pallier les faiblesses d'autres rouages du gouvernement d'entreprise qu'il faudrait alors traiter avant la suppression desdites distorsions - en vue, par exemple, d'assurer un fonctionnement efficace et responsable de l'assemblée générale des actionnaires.

Une application généralisée des deux principes nécessiterait d'examiner en détail les différents mécanismes qui s'en écartent

Le Groupe ne pouvait procéder à ce vaste tour d'horizon dans le laps de temps limité dont il disposait pour produire le présent rapport. Il doute par ailleurs que ce travail eût pu déboucher rapidement sur un consensus quant aux structures pouvant être considérées comme des "déviations acceptables" par rapport aux principes et quant aux conditions de leur maintien, compte tenu du stade de développement variable atteint par les marchés des capitaux des États membres, de la multiplicité des structures d'actionnariat nationales et d'autres facteurs généraux ayant une incidence sur l'égalité des conditions de jeu dans l'Union européenne.

Cet exercice ambitieux pourrait s'avérer difficile...

La tâche est sans doute réalisable, et cela pourrait faciliter le comblement d'autres lacunes du gouvernement d'entreprise, mais cet examen exhaustif ne fait pas partie des missions attribuées au Groupe dans l'optique de ce premier rapport et il deviendrait inutile si une solution efficace pouvait être trouvée dans le seul contexte des OPA.

... et inutile si une solution pouvait être trouvée dans le seul contexte des OPA

Obligation de transparence

Le Groupe estime cependant qu'une règle générale et permanente favoriserait la création d'un marché des capitaux intégré à l'échelle

Les sociétés cotées devraient cependant être

européenne: toutes les sociétés cotées devraient être tenues de divulguer intégralement la structure de leur capital et celle de leur contrôle. Cette obligation de publicité est aussi essentielle à la protection des investisseurs, car elle leur permettrait d'évaluer la valeur de leur investissement et les risques liés à celui-ci. Seule cette transparence totale permettra aux marchés d'apprécier correctement la performance de sociétés présentant différentes structures de capital et de contrôle.

tenues de divulguer intégralement la structure de leur capital et celle de leur contrôle

Le Groupe recommande que les sociétés cotées de tous les États membres soient tenues de divulguer intégralement la structure de leur capital et celle de leur contrôle, par exemple dans leurs rapports annuels, dans les prospectus d'admission à la cote et dans les prospectus à publier en cas d'émission de nouveaux titres. Si ces structures subissent d'importantes modifications, ces sociétés devraient aussi avoir l'obligation, à tout moment, de publier les éventuels changements. Le Groupe est d'avis que chaque société devrait être encouragée à entretenir à cet effet un site web, qui constituerait un moyen efficace d'informer les actionnaires et les autres parties intéressées. Le Groupe reviendra sur ce point dans la deuxième partie de son mandat.

La publicité se ferait sur divers supports

L'actualisation serait nécessaire

L'utilisation d'Internet serait encouragée

Les informations à publier porteraient, entre autres, sur les éléments suivants:

Informations à divulguer

- les participations directes et indirectes importantes, y compris les intérêts indirects résultant d'une structure pyramidale, de participations circulaires ou de participations croisées;
- les actions et droits d'acquisition d'actions détenus par les administrateurs et les salariés de la société;
- les systèmes permettant le contrôle de tout programme d'intéressement des salariés dans le cadre duquel les droits de vote sont exercés, au nom des salariés, par d'autres personnes que ceux-ci;
- les différentes catégories d'actions, cotées ou non, les droits et obligations attachés à chaque catégorie d'actions et le pourcentage du capital représenté par chacune;
- les détenteurs des actions assorties de droits spéciaux et une description de ces droits;
- les règles applicables en matière de désignation et de limogeage des administrateurs et de modification des statuts;
- les pouvoirs du conseil d'administration, notamment en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions;
- les accords importants souscrits par la société et qui prennent effet, sont modifiés ou prennent fin en raison d'un changement dans le contrôle de la société, ainsi que les effets de ces accords.

La divulgation de certains de ces éléments est déjà obligatoire en vertu des directives en vigueur, telles la directive concernant la publicité des participations importantes et les première, deuxième, quatrième et septième directives de droit des sociétés. Le Groupe recommande que tous ces éléments soient regroupés aux fins d'une publication et d'une présentation cohérentes. Les sociétés ne devraient cependant pas être tenues de mentionner leurs structures résultant du droit général applicable.

Une publicité cohérente

La publicité obligatoire ne s'étend pas aux structures résultant du droit général applicable

4. APPLICATION DES PRINCIPES DIRECTEURS DANS LE SEUL CADRE DE L'OPA

Quels qu'en soient les mérites et les justifications, les mécanismes et structures du droit des sociétés qui s'écartent des deux principes directeurs précités ne doivent pas entraver ou empêcher indûment le lancement ou la réussite d'une OPA. En cas d'OPA, les principes de décision par les actionnaires et de proportionnalité entre la participation détenue dans le capital supportant le risque ultime et le contrôle doivent s'appliquer effectivement, pour permettre le fonctionnement liquide et cohérent, dans toute l'Union, des marchés des capitaux et du contrôle des sociétés.

Quels qu'en soient les mérites et les justifications, les mécanismes qui s'écartent des deux principes directeurs ne doivent pas faire obstacle aux OPA

En cas d'OPA, deux étapes sont à distinguer. La première s'ouvre au moment où l'offre est annoncée. Les actionnaires doivent étudier leur réponse à cette offre et, le cas échéant, envisager les mesures de défense à mettre en œuvre. Ces mesures de défense sont généralement définies comme "post-OPA". La deuxième étape commence une fois que l'offre a abouti. L'auteur de l'OPA peut alors être empêché d'exercer un contrôle sur la société, soit par les mesures prises en réaction à son offre, soit par des obstacles qui étaient déjà en place avant que l'offre ne soit annoncée et que l'on définit généralement comme "pré-OPA".

OPA: deux étapes

Première étape: une offre est annoncée

Deuxième étape: une offre a été réalisée

Pour garantir l'application des deux principes directeurs avant comme après une OPA, des mesures réglementaires spécifiques s'imposent à chacune des deux étapes. Le Groupe estime, en effet, que l'égalité des conditions de jeu n'est possible que pour autant que des règles garantissent l'application effective des deux principes à chaque étape. Ses recommandations en la matière doivent donc être interprétées et appliquées comme un tout, faute de quoi cet objectif ne pourra être atteint.

Des approches réglementaires différentes selon les étapes...

... mais également nécessaires pour harmoniser les conditions de jeu

4.1 Réponse à une OPA

Décision par les actionnaires

L'article 9, paragraphe 1, point a), de la directive prévoit essentiellement que le conseil d'administration de la société visée doit rester "neutre" (au sens spécifique et limité expliqué ci-dessus) une fois l'offre annoncée: "Le conseil doit obtenir l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet, avant d'entreprendre toute action qui soit susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission de titres de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée." L'article 9, paragraphe 1, point b) étend cette obligation d'obtenir l'assentiment exprès de l'assemblée générale des actionnaires à la mise en œuvre des décisions prises avant la notification de l'offre et qui n'ont pas encore été partiellement ou totalement exécutées.

Article 9 de la directive: neutralité du conseil d'administration

L'approbation expresse des actionnaires est obligatoire pour faire échouer une OPA

L'article 9 confirme le principe selon lequel la décision appartient à l'actionnaire lorsqu'il y a lieu de réagir à une OPA. Selon cet article, les actionnaires sont libres de décider de participer ou non à l'OPA, et toute action visant à contrer l'offre requiert l'autorisation expresse de l'assemblée générale des actionnaires au moment des faits.

L'article 9 confirme le principe de la prise de décision par l'actionnaire au premier stade d'une OPA

Le conseil d'administration peut et doit, en vertu de l'article 9, paragraphe 1, point d), rendre public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment quant à ses répercussions sur l'ensemble des intérêts de la société, y compris l'emploi, et quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'implantation. Le conseil d'administration est expressément habilité à solliciter d'autres offres. Le Groupe interprète l'article 9 comme interdisant au conseil d'administration de faire échouer une OPA au profit d'une offre concurrente, par exemple en émettant des actions à l'intention de l'auteur de cette seconde offre, sauf si l'assemblée générale des actionnaires autorise expressément cette émission au moment des faits. De même, il est interdit au conseil d'administration de prendre toute mesure propre à favoriser une offre donnée et à priver de quelque façon que ce soit les actionnaires de leur droit de rejeter cette offre.

Le conseil d'administration doit rendre public un document contenant son avis motivé sur l'offre

Le conseil d'administration peut solliciter d'autres offres

Mais les actionnaires doivent avoir le dernier mot

Le Groupe a envisagé la possibilité de permettre aux États membres d'autoriser le conseil d'administration d'une société visée à prendre des mesures de nature à faire échouer une OPA, pour autant que l'assemblée générale ait approuvé ces mesures au cours d'une certaine période ayant précédé le lancement de l'offre (par exemple, dix-huit mois). Sa conclusion est que cela serait inopportun.

Les mesures d'opposition fondées sur une autorisation antérieure à l'OPA ne doivent pas être permises

Dans la période qui précède l'offre, les actionnaires ne peuvent, en effet, peser tous les éléments de nature à éclairer leur décision de faire échouer ou non une offre publique d'acquisition. Ils ne peuvent pas savoir quelles seront les conditions du marché au moment d'une éventuelle offre future, ni ce que seront les performances de la société jusqu'à cette date; ils ignorent également si et quand une offre sera faite et quel intérêt elle revêtira pour la société comme pour eux. Les circonstances qui ont conduit des actionnaires à autoriser leur conseil d'administration à faire échouer une éventuelle offre future peuvent très bien avoir changé avant la date d'une offre effective. Ce n'est qu'après l'annonce d'une OPA que les actionnaires, enfin en mesure d'évaluer toutes les informations utiles, peuvent être légitimement invités à décider si leur conseil d'administration doit s'opposer à l'offrant.

Ce n'est qu'après le lancement d'une OPA que les actionnaires, enfin en mesure d'évaluer toutes les informations utiles, peuvent prendre une décision appropriée

Proportionnalité entre participation au capital supportant le risque ultime et contrôle

L'article 9, en tant que tel, ne garantit pas le respect, au stade post-OPA, du principe de proportionnalité entre la participation détenue dans le capital supportant le risque ultime et le contrôle. Si, avant la communication de l'offre, les structures du capital et du contrôle de la société s'écartaient de ce principe, un droit de vote disproportionné risque d'être et sera sans doute utilisé afin de permettre au conseil d'administration de faire échouer l'offre si ledit conseil, ou l'actionnaire minoritaire qui le contrôle, souhaite s'y opposer.

L'article 9 n'interdit pas à proprement parler l'utilisation de droits de contrôle disproportionnés

Quand une OPA est annoncée, ce principe de proportionnalité commande que toute décision consécutive de l'assemblée générale approuvant des mesures destinées à faire échec à l'offre soit adoptée par une majorité des voies reconnues, de manière proportionnelle, aux détenteurs du capital supportant le risque ultime¹⁴. Pour le Groupe, ce principe doit absolument être respecté à ce stade. Il recommande qu'une disposition à cet effet soit incluse dans une future directive concernant les offres publiques d'acquisition.

Le principe de proportionnalité doit s'appliquer lors de l'assemblée générale (AG) convoquée au premier stade d'une OPA

Cette disposition doit garantir qu'une assemblée générale des actionnaires appelée à décider s'il y a lieu de contrer une offre par des mesures adoptées postérieurement sera composée sur une base proportionnelle. Tous les détenteurs du capital supportant le risque ultime de la société doivent avoir le droit d'y participer et d'y exercer un droit de vote proportionnel à la fraction de ce capital qu'ils

Tous les détenteurs du capital supportant le risque ultime de la société doivent avoir le droit de participer à l'AG et d'y voter en

¹⁴ Les règles fixant dans chaque société la majorité requise pour l'adoption d'une décision donnée doivent s'appliquer. Le principe de proportionnalité n'implique pas, en soi, une majorité spéciale.

détiennent. L'auteur de l'OPA doit aussi pouvoir voter lors de cette assemblée, dans la mesure où il détient déjà une partie du capital supportant le risque ultime de la société.

proportion de leur participation dans ce capital

En particulier, les détenteurs d'actions ou de titres participatifs sans droit de vote doivent pouvoir voter, dans la mesure où leurs titres sont représentatifs du capital supportant le risque ultime au sens du présent rapport. Les détenteurs de certificats représentatifs d'actions également assimilables à ce capital doivent pouvoir échanger ces certificats contre les actions sous-jacentes et le droit de vote qui les accompagne. Les détenteurs d'actions non représentatives du capital supportant le risque ultime ne doivent pas pouvoir participer au vote. Les limitations générales du droit de vote concernant des actions représentatives de ce capital ne doivent pas être appliquées. Les actions à droit de vote double ou multiple ne doivent conférer qu'un droit de vote proportionnel à la fraction du capital supportant le risque ultime qu'elles représentent.

Cette règle doit s'appliquer à tout détenteur d'un titre représentatif du capital supportant le risque ultime

Les droits de vote doivent être proportionnels à la part dans le capital supportant le risque ultime

Le souci a été exprimé qu'ainsi appliqué à une assemblée générale convoquée après le lancement d'une OPA le principe de proportionnalité n'affecterait que les mesures défensives concernant le vote en assemblée générale et ignorerait toutes les autres mesures, ce qui ne contribuerait guère à créer l'égalité des conditions de jeu voulue. Le Groupe ne partage pas cette crainte. L'article 9 de la directive garantit déjà l'application du principe de la décision par les actionnaires dès le lancement d'une OPA. Les mécanismes s'écartant de ce principe ne peuvent plus servir à contrer une offre notifiée, sauf approbation expresse des actionnaires au moment des faits. Le Groupe estime que l'égalité des conditions de jeu n'est réalisable que pour autant que le principe de proportionnalité entre risque économique assumé et droit de vote s'applique à l'assemblée générale convoquée pour examiner des mesures visant à faire échouer l'offre. À défaut, un conseil d'administration ou un actionnaire jouissant d'un droit de vote disproportionné ou spécial pourrait mettre en œuvre des mécanismes de défense propres à rendre inopérante la règle proposée au point 4.2 ci-dessous en cas d'OPA réussie.

Le principe de proportionnalité et le principe énoncé à l'article 9 doivent être appliqués dès le premier stade d'une OPA pour garantir l'égalité des conditions de jeu

À défaut, les conséquences seraient critiques

4.2 Neutralisation après une OPA réussie

Le Groupe est d'avis qu'une égalité suffisante des conditions de jeu n'est réalisable en cas d'OPA que pour autant que les deux principes directeurs soient appliqués avec une efficacité raisonnable aux mécanismes et structures du droit des sociétés propres à faire échouer une offre, qui peuvent parfois être en place dès avant le lancement de celle-ci. Il conviendrait, à cette fin, d'instaurer une règle permettant à l'auteur d'une OPA de « neutraliser » ces mécanismes et structures lorsque le degré de succès de son offre justifie clairement une telle possibilité. Cette règle laisserait subsister tous les mécanismes et structures de défense considérés, sauf en cas

L'égalité des conditions de jeu requiert l'application des deux principes au stade suivant l'aboutissement d'une OPA

d'OPA générale réussie. Le Groupe estime donc que l'offrant qui a réussi à acquérir une partie substantielle du capital supportant le risque ultime d'une société dans le cadre d'une OPA portant sur toutes les actions de ladite société doit pouvoir neutraliser tout mécanisme de nature à l'empêcher d'exercer un contrôle proportionnel à la participation qu'il détient.

L'offrant qui atteint son but doit pouvoir neutraliser tout mécanisme gênant l'exercice de ses droits

Selon le Groupe, une telle neutralisation, appliquée après la réussite d'une OPA, réaliserait un bon compromis entre, d'une part, la nécessité de permettre, pour le moment, la cohabitation de structures de capital et de contrôle différentes résultant des particularités nationales et, d'autre part, celle de permettre et de favoriser le lancement et l'aboutissement d'OPA, aux fins de créer un marché des valeurs mobilières intégré à l'échelle européenne¹⁵.

Une telle neutralisation après une OPA réussie constitue une approche équilibrée

L'introduction d'une règle de neutralisation soulève un certain nombre de questions et, notamment:

Quatre questions se posent

- le champ d'application de cette règle;
- le seuil de participation que doit atteindre l'offrant pour déclencher son application;
- les effets de cette application;
- les compensations dues pour les droits spéciaux perdus en conséquence.

Ces questions sont examinées ci-après.

Champ d'application

Comme le montre clairement l'annexe [4], il existe un large éventail de mécanismes défensifs propres aux sociétés. Le Groupe estime que la règle de neutralisation doit s'appliquer à toutes les dispositions des statuts et des autres documents constitutifs des sociétés contraires aux principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité. Les dispositions en question ont une incidence directe sur ces principes, et la neutralisation peut leur être appliquée assez facilement. Plusieurs obstacles aux OPA sortent toutefois du champ d'application ainsi défini. Certains d'entre eux sont examinés au point 4.3 ci-dessous.

Champ d'application: les dispositions statutaires contraires aux deux principes

Plusieurs obstacles aux OPA sortent de ce champ d'application

¹⁵

Ce concept de "neutralisation" n'est pas nouveau dans l'Union européenne. En France, la COB a proposé, dans son rapport de 1992, que les limitations du droit de vote cessent de s'appliquer lorsque l'offrant réussit à acquérir la moitié du capital de la société. Le même principe fonde une proposition de loi présentée au parlement néerlandais, en vertu duquel l'offrant qui a acquis 70 % du capital de la société cible peut demander à un tribunal de modifier ou d'annuler les dispositions de l'acte constitutif de cette société qui l'empêchent d'exercer son contrôle. Cette saisine ne serait cependant possible qu'après un an. En Italie, la loi sur les privatisations de 1994 a introduit une règle selon laquelle les limitations du droit de vote dans les sociétés privatisées sont automatiquement supprimées en cas d'OPA permettant à l'offrant d'acquérir la majorité du capital social. Cette règle a été ensuite modifiée de telle sorte que ces limitations perdent tout effet dès le lancement d'une OPA portant sur au moins 60 % du capital social, indépendamment du succès de cette offre.

Seuil d'application

Le Groupe est d'avis que la règle de neutralisation doit profiter à quiconque lance une OPA visant la totalité des actions d'une société et acquiert ainsi un certain pourcentage du capital supportant le risque ultime, autrement dit du capital représenté par des actions conférant des droits sur les bénéfices et l'actif net de la société cible. Le capital non conforme à cette définition ne doit pas être inclus dans le calcul du seuil d'application.

Le seuil d'application doit être défini par référence au capital supportant le risque ultime

Le Groupe estime que ce seuil ne doit pas dépasser 75 % du capital supportant le risque ultime de la société visée. Les États membres doivent être autorisés à ramener ce seuil au pourcentage du capital permettant à une assemblée générale de prendre des décisions exceptionnelles, telles qu'une modification des statuts ou une réorganisation de la société. Dès lors que l'offrant atteint le pourcentage requis (auquel la suite du présent rapport se réfère en utilisant le chiffre de 75 % par souci de simplicité), il doit pouvoir exercer un droit de vote proportionnel à sa participation et, partant, contrôler la stratégie de la société et la gestion de ses affaires.

Le seuil ne doit pas dépasser 75%

Les États membres doivent veiller à ce que le seuil déclenchant l'application de la règle de neutralisation ne soit pas inférieur aux majorités qualifiées nécessaires pour adopter des décisions exceptionnelles en assemblée générale. L'offrant doit pouvoir exercer tous les droits généraux d'un actionnaire (sans préjudice des règles générales protégeant les minoritaires), y compris en ce qui concerne la nomination et la révocation des membres du conseil d'administration de la société, dans la mesure où ceux-ci sont choisis par les actionnaires, et les modifications des statuts et autres documents constitutifs.

Le seuil déclenchant l'application de la neutralisation ne doit pas être inférieur aux majorités qualifiées requises pour adopter des décisions exceptionnelles en AG

Après l'annonce d'une OPA, l'assemblée générale des actionnaires de la société visée peut décider, de sa propre initiative ou sur une proposition du conseil d'administration, d'émettre de nouvelles actions pour faire barrage à l'offrant. Si les nouveaux titres ne sont pas représentatifs du capital supportant le risque ultime, leur émission ne modifie pas le seuil de participation que l'offrant doit atteindre pour bénéficier de la règle de neutralisation, puisqu'ils n'entrent pas en ligne de compte dans le calcul de ce seuil. Dans le cas contraire, l'offrant devra acquérir une plus grande partie du capital supportant le risque ultime en circulation avant la nouvelle émission pour pouvoir faire jouer cette règle.

Le capital supportant le risque ultime émis après le lancement de l'OPA influe sur l'application de la règle de neutralisation

Si les nouveaux titres représentatifs du capital supportant le risque ultime sont vendus à un tiers déterminé à ne pas les céder à l'offrant, et si leur valeur est supérieure à un tiers du capital en circulation avant l'émission, l'offrant ne peut plus atteindre le seuil des 75 % requis. Cette situation est toutefois le résultat d'une décision adoptée par les actionnaires de la société au cours d'une assemblée générale post-offre. On notera qu'en vertu de la recommandation ci-dessus, cette décision ne peut être adoptée que conformément au principe de proportionnalité (voir point 4.1). La décision aura alors une valeur contraignante, puisqu'elle ne violera aucun des deux principes directeurs.

Cette émission peut faire échouer une OPA...

... sans pour autant violer les deux principes

La règle de neutralisation ne vise pas à évincer, autrement dit à exproprier, les actionnaires minoritaires, mais uniquement à éviter les violations des deux principes rappelés ci-dessus (voir aussi ci-après, sous l'intitulé "*Effets*"), lorsqu'une OPA est couronnée de succès. Un pourcentage plus élevé, comme le seuil de 90 % proposé par le Groupe pour le déclenchement du retrait obligatoire, ne se justifie donc pas dans ce cas.

Neutralisation et retrait obligatoire sont assujettis à des seuils différents, car leurs effets ne sont pas égaux

S'il est obligé d'invoquer la règle de neutralisation pour exercer le contrôle auquel il peut prétendre, l'offrant doit pouvoir subordonner son offre sur la totalité du capital de la société à la condition d'atteindre le seuil déclenchant l'application de cette règle (éventuellement relevé dans le cadre d'une réaction défensive post-OPA approuvée par les actionnaires), de manière à pouvoir y recourir.

Le cas échéant, l'offrant doit pouvoir subordonner son OPA générale à la condition d'atteindre le seuil applicable

Effets

La règle de neutralisation doit avoir pour effet de rendre inopérantes les dispositions des statuts et autres documents constitutifs contraires aux principes de la prise de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre participation au capital supportant le risque ultime et contrôle. L'offrant qui acquiert 75 % ou plus du capital supportant le risque ultime d'une société doit pouvoir contrôler sa stratégie et gérer ses affaires. À cet effet, deux types de règles doivent être appliquées, visant des mécanismes distincts inscrits dans les statuts et autres documents constitutifs de la société visée.

La neutralisation doit permettre de rendre inopérantes les dispositions contraires aux deux principes directeurs

Deux types de règles sont nécessaires

1. L'offrant qui acquiert 75 % au moins du capital supportant le risque ultime d'une société doit pouvoir exercer un pourcentage correspondant des droits de vote à l'assemblée générale des actionnaires. Cela signifie que le calcul des droits de vote et de participation à une assemblée générale convoquée après que l'offrant aura atteint le seuil précité ne tiendra pas compte de certaines dispositions des statuts et autres documents constitutifs de la société, notamment:

1. Les dispositions empêchant l'exercice d'un droit de vote proportionnel doivent être neutralisées, par exemple :

- des dispositions limitant le droit de vote de tous les actionnaires ou des détenteurs de certaines catégories d'actions. Les actions représentatives du capital supportant le risque ultime doivent conférer au détenteur un droit de vote proportionnel à la fraction du capital supportant le risque ultime qu'elles représentent; *- limitations du droit de vote*
- des dispositions qui accordent un droit de vote multiple aux détenteurs d'une certaine catégorie d'actions ou un droit de vote double à certains détenteurs d'actions d'une même catégorie. Ces actions doivent conférer un droit de vote proportionnel à la fraction du capital supportant le risque ultime qu'elles représentent; *- droit de vote multiple ou double*
- des dispositions refusant tout droit de vote aux détenteurs de certains titres représentatifs du capital supportant le risque ultime. Les titres visés doivent conférer un droit de vote proportionnel à la fraction du capital supportant le risque ultime qu'ils représentent; *- dispositions refusant le droit de vote*
- des dispositions accordant un droit de vote aux détenteurs de certains titres non représentatifs du capital supportant le risque ultime. Ces titres ne doivent conférer aucun droit de vote, sauf cas de défaillance affectant l'exercice des droits financiers limités qu'ils représentent. *- droits de vote attribués sans détention du capital supportant le risque ultime*

2. L'offrant qui acquiert 75 % au moins du capital supportant le risque ultime doit pouvoir exercer les droits fondamentaux que le droit des sociétés lui reconnaît sur la stratégie et la gestion des affaires de la société. Il s'agit notamment du droit de nommer, de suspendre et de révoquer les membres du conseil d'administration et de fixer les conditions de leur désignation, et du droit de décider des statuts et autres documents constitutifs de la société via des modifications de ces actes. Les dispositions statutaires qui entravent l'exercice de ces droits doivent être écartées. Les autres dispositions fonctionnant comme des règles supplétives du droit des sociétés (exemple : durée fixe du mandat des administrateurs comme règle supplétive du droit des sociétés) doivent aussi être neutralisées. *2. Les dispositions empêchant l'exercice des droits de contrôle fondamentaux (composition du conseil d'administration et modification des statuts) doivent être neutralisées*

De telles dispositions sont notamment celles qui accordent aux détenteurs d'une certaine catégorie d'actions le droit exclusif de nommer, de suspendre et de révoquer les membres du conseil d'administration, ou qui accordent ce droit au conseil d'administration lui-même ou à des tiers. Une exception doit être faite pour les dispositions impératives du droit des sociétés des États membres qui confèrent à des tiers le droit de désigner ou de nommer les administrateurs. Il s'agit notamment des droits de désignation et de nomination conférés aux salariés par les règles nationales impératives en matière de co-détermination ou, pour ce qui concerne la société européenne, par la directive relative à l'implication des travailleurs dans la Société européenne¹⁶. La neutralisation doit avoir pour effet de garantir à l'offrant qui a obtenu 75 % au moins du capital supportant le risque ultime d'une société le pouvoir de nommer, *Diverses dispositions relatives à la composition du conseil d'administration doivent être neutralisées*

Une exception doit être faite pour

¹⁶ Directive du Conseil, du 5 mars 1979, portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs (79/279/CEE).

suspendre et révoquer les administrateurs à l'égard desquels l'assemblée générale des actionnaires détient le même pouvoir en vertu du droit des sociétés applicable. Les dispositions statutaires qui prévoient le renouvellement du conseil d'administration par tranches ou qui confèrent aux administrateurs des mandats fixes doivent aussi être neutralisées, de sorte que le nouvel actionnaire majoritaire puisse, le cas échéant, remplacer sans délai tous les membres du conseil.

les dispositions impératives qui confèrent à des tiers le droit de désigner ou de nommer les administrateurs

D'autres dispositions analogues subordonnent toute modification des statuts à une proposition préalable du conseil d'administration ou à l'assentiment préalable d'une assemblée des détenteurs d'une certaine catégorie d'actions. Elles doivent aussi être écartées si l'auteur de l'OPA atteint le seuil de participation requis. L'offrant qui a obtenu 75 % au moins du capital supportant le risque ultime d'une société doit pouvoir modifier les statuts et autres documents constitutifs de celle-ci, de manière à rétablir de manière permanente les principes de décision par les actionnaires et de proportionnalité entre participation au capital supportant le risque ultime et contrôle.

Diverses dispositions concernant les modifications des statuts doivent être neutralisées

Certains États membres (ou leurs pouvoirs régionaux et locaux) détiennent des actions assorties de droits de contrôle spéciaux (« *golden shares* ») dans des sociétés opérant dans certains secteurs économiques. Bon nombre de ces sociétés sont d'anciennes entreprises publiques, aujourd'hui privatisées. Or, ces actions spécifiques détenues par les États peuvent faire obstacle à la libre circulation des capitaux (article 56 du traité de Rome) et à la liberté d'établissement (article 43 du traité de Rome). Plusieurs affaires où cette question est posée sont actuellement pendantes devant la Cour de justice des Communautés européennes.

Certains États membres détiennent de tels droits de contrôle spécifiques (« golden shares »)

Du point de vue du droit des sociétés et des marchés des capitaux, rien ne justifie une distinction entre les sociétés où des droits de contrôle spéciaux sont détenus par des particuliers et celles où ces droits sont détenus par des États. Si une entreprise publique privatisée souhaite tirer parti des possibilités offertes par le marché des capitaux, elle doit se plier aux mêmes principes et règles du droit des sociétés et des marchés des capitaux que toute autre société. Le Groupe estime donc que la règle de neutralisation doit aussi s'appliquer à ce type de sociétés, neutralisant ainsi les droits de contrôle spéciaux associés aux actions spécifiques détenues par les États membres, même si la Cour de justice des Communautés européennes considère que ces structures particulières ne sont pas en soi contraires au traité de Rome. Si un État membre souhaite conserver le contrôle d'une société à des fins publiques légitimes, il doit établir ce contrôle par des lois conformes aux principes du droit public. Cela peut aussi contribuer à garantir la régularité des procédures lorsque l'État exerce ses pouvoirs.

La règle de neutralisation doit également s'appliquer à ces actions spécifiques

Le contrôle légitime de l'État doit être établi par des lois conformes aux principes du droit public

La règle de neutralisation doit s'appliquer aux dispositions qui figuraient dans les statuts avant le déclenchement de l'OPA comme à celles qui y ont été insérées en réponse à celle-ci. Dans le second cas, il faut que l'assemblée générale ait adopté ces mesures défensives dans le respect intégral des principes de décision par les actionnaires et de proportionnalité entre prise de risque et contrôle (voir point 4.1). Si, en dépit de ces mesures, ils acceptent finalement de céder leurs titres à l'offrant, mettant ainsi celui-ci en possession de 75 % ou plus du capital supportant le risque ultime de la société, les actionnaires reviennent clairement sur leur décision de s'opposer à l'offre. C'est cette seconde décision, à savoir celle de vendre cet important volume d'actions, qui doit l'emporter. L'offrant doit alors pouvoir, s'il atteint le seuil de participation exigé, neutraliser les dispositions statutaires contraires aux deux principes directeurs.

La neutralisation doit s'appliquer aux dispositions défensives contraires aux deux principes directeurs, qu'elles soient antérieures ou postérieures à l'OPA

La règle de neutralisation doit s'appliquer dès que l'auteur d'une OPA générale atteint le seuil de 75 % du capital supportant le risque ultime de la société cible. Si cette application était reportée jusqu'à l'expiration d'un délai déterminé, il en résulterait une incertitude inacceptable pour l'offrant, la société, les autres actionnaires, le conseil d'administration et les autres parties intéressées, sur toute la durée de la période d'attente. Ce report ne servirait aucun intérêt raisonnable.

La règle de neutralisation doit s'appliquer dès l'aboutissement de l'OPA

L'offrant ne peut exercer les droits de contrôle que lui confère sa participation au capital supportant le risque ultime, et notamment ses droits de révoquer et de nommer les membres du conseil d'administration ou de modifier les statuts, que dans le cadre d'une assemblée générale des actionnaires. Dès lors qu'il a atteint le seuil de participation requis, il doit donc pouvoir convoquer cette assemblée générale à bref délai, à condition qu'elle ne se tienne pas moins de deux semaines après sa notification (voir article 9, paragraphe 1, point c), de la directive concernant la convocation rapide d'une assemblée générale appelée à adopter des mesures de défense).

La neutralisation requiert la tenue d'une assemblée générale

L'auteur d'une OPA réussie a le droit de convoquer cette assemblée à bref délai

Pendant cette assemblée, l'offrant peut (au même titre que les autres détenteurs du capital supportant le risque ultime de la société) exercer un droit de vote proportionnel à sa participation à ce capital. Il peut le faire de manière à ce que l'assemblée générale révoque certains administrateurs et en désigne de nouveaux et qu'elle modifie les statuts de la société dans un sens plus conforme à ses droits, mettant ainsi fin aux incertitudes et à la confusion éventuelles des actionnaires quant à leur situation. Avant cela, il faut que le conseil d'administration ne puisse pas empêcher l'offrant d'exercer ses droits de contrôle (voir article 9, paragraphe 1, point a), de la directive, concernant l'obligation du conseil d'administration de ne pas faire échouer une OPA pendant la période de validité de l'offre).

En assemblée générale, l'auteur d'une OPA réussie peut exercer ses droits de contrôle fondamentaux

Le conseil d'administration en place doit rester neutre jusqu'à cette assemblée

Compensation

Le Groupe s'est demandé si le détenteur d'actions conférant un droit de vote multiple ou un droit de contrôle spécial devait être dédommagé de la perte de ces droits lorsque l'auteur d'une OPA générale atteint le seuil de participation déclenchant la neutralisation. Sa conclusion est que l'offrant ne doit pas être tenu d'offrir ce dédommagement. La perte éventuelle de ces droits spéciaux résulterait, en effet, d'une politique générale de l'Union européenne et des États membres visant à instaurer l'égalité des conditions de jeu en matière d'OPA sur tout le territoire communautaire. Si la neutralisation prive les actionnaires spéciaux de leurs droits, c'est qu'une mesure de politique générale leur interdit de les exercer lorsque l'auteur d'une OPA portant sur l'ensemble des titres d'une société obtient au moins 75 % du capital supportant le risque ultime de celle-ci. Il se pourrait donc que le nouveau régime amène les sociétés à revoir de leur propre initiative la structure de leur contrôle lorsque celle-ci n'est pas conforme aux deux principes directeurs. Il pourrait y avoir des cas exceptionnels dans lesquels la compensation de la perte de droits de contrôle spéciaux serait appropriée, pour autant que le titulaire de ces droits puisse prouver un dommage spécifique. Le Groupe recommande de poursuivre la réflexion sur l'opportunité de prévoir une procédure d'évaluation en pareil cas. Cette procédure ne devra en aucun cas empêcher l'offrant d'invoquer la règle de neutralisation pour faire valoir son droit de contrôle.

L'offrant qui atteint le seuil déclenchant la neutralisation ne devrait pas être obligé de dédommager les actionnaires qui perdent, de ce fait, un droit de contrôle spécial

Le Groupe recommande de poursuivre la réflexion sur l'opportunité de prévoir une procédure d'évaluation dans des cas spécifiques

Conclusion

L'examen des questions ci-dessus conduit à un modèle de "neutralisation" à appliquer en cas d'OPA réussie. Ce modèle devra être affiné dans la directive, et les États membres pourront éventuellement bénéficier d'une certaine marge d'appréciation quant à l'application, au niveau national, de certains mécanismes (comme les critères et instruments sur la base desquels le franchissement du seuil est évalué et constaté). Les principes de base doivent cependant être définis dans une future directive concernant les offres publiques d'acquisition.

Les principes de base de la neutralisation doivent être définis dans une future directive concernant les offres publiques d'acquisition

4.3 Autres entraves aux OPA

Le Groupe estime que certains types d'obstacles aux OPA inhérents aux sociétés doivent rester en dehors du champ d'application de la neutralisation, essentiellement parce que celle-ci ne paraît pas adaptée à leur nature. Cela ne signifie pas pour autant que ces mécanismes de défense n'appellent aucun traitement et doivent continuer d'empêcher les OPA. Le Groupe a envisagé les trois types d'obstacles suivants:

Certains obstacles aux OPA doivent rester en dehors du champ d'application de la neutralisation et appeller un autre traitement

1. Dispositions des statuts et autres documents constitutifs limitant la cessibilité des actions

La directive sur les admissions en bourse de 1979¹⁷ prévoit que les actions cotées doivent être librement négociables. Il n'est toutefois pas rare que des sociétés ne fassent coter en bourse qu'une partie du capital supportant le risque ultime (par exemple, la moitié seulement des actions ordinaires) ou émettent une ou plusieurs classes distinctes d'actions représentatives de ce capital, qui ne seront pas cotées. L'exigence de négociabilité ne s'applique pas à ces actions non cotées. Les sociétés peuvent en limiter la cessibilité en fixant des plafonds de participation ou en instituant un droit de préemption ou d'agrément pour elles-mêmes ou pour les actionnaires déjà en place. Lorsqu'une société émet un grand nombre d'actions représentatives du capital supportant le risque ultime, mais non cotées et soumises à ce type de limitations, il devient matériellement impossible à l'auteur d'une OPA générale d'atteindre le seuil de participation déclenchant la neutralisation.

L'obligation de négociabilité ne s'applique pas aux actions non cotées

Les actions représentatives du capital supportant le risque ultime mais non cotées et totalement ou partiellement non négociables rendent le seuil des 75 % difficile à atteindre

Le Groupe estime qu'en cas d'OPA générale sur le capital supportant le risque ultime d'une société, ces restrictions à la cessibilité des actions non cotées représentatives de ce capital ne doivent pas être opposables à l'offrant. Les détenteurs de ces actions non cotées doivent pouvoir les céder à l'offrant, qui doit pouvoir les acquérir.

Ces restrictions ne doivent pas être opposables à l'offrant

Un exemple particulier de telles restrictions est le mécanisme par lequel une société émet des actions représentatives du capital supportant son risque ultime et les cède à une société fiduciaire, qui émet à son tour des certificats représentatifs de ces actions ne conférant aucun droit de vote au porteur des certificats. Il n'est pas rare que les statuts de la société ou les documents réglementant l'usage des certificats représentatifs d'actions excluent toute possibilité d'échanger ces certificats contre les actions sous-jacentes ou limitent cet échange à un faible pourcentage des actions en question pour chaque actionnaire. Si les certificats représentatifs d'actions supportant le risque ultime sont cotés, ils doivent être librement échangeables contre les titres sous-jacents en cas d'OPA générale.

Les certificats représentatifs d'actions supportant le risque ultime doivent être librement échangeables contre les titres sous-jacents en cas d'OPA

2. Obstacles contractuels

Les contrats conclus par une société peuvent contenir un large éventail de clauses ayant pour effet d'activer, de modifier ou de résilier lesdits contrats si le contrôle de la société change de mains.

Nombre de dispositions contractuelles peuvent avoir un

¹⁷ Directive 79/279/CEE du Conseil, du 5 mars 1979, portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs.

Tel est le cas, par exemple, des parachutes dorés, qui accordent des indemnités substantielles aux cadres dirigeants obligés de quitter leurs fonctions en cas d'OPA hostile, des clauses des contrats de prêt ou de crédit assimilant un changement de contrôle à une défaillance, et des clauses prévoyant qu'un changement de contrôle chez l'un des partenaires d'une entreprise commune entraîne la dissolution de cette dernière ou le transfert du contrôle exercé sur celle-ci.

lien avec les OPA

Le Groupe estime que ces clauses contractuelles ne doivent pas tomber sous le coup du principe de neutralisation, vu la difficulté de tenir compte des raisons, parfaitement acceptables, sur la base desquelles les parties à l'accord peuvent imposer ces clauses, de la bonne foi de la partie qui se prévaut desdites clauses et des réparations qui seraient dues à celle-ci en cas d'application de la neutralisation.

Ces dispositions ne doivent pas tomber sous le coup du principe de neutralisation

Le Groupe est d'avis que les clauses contractuelles susceptibles de faire obstacle à une OPA doivent être abordées dans le cadre du droit général des contrats et du droit des sociétés. Les clauses qui ont pour seul effet de léser la société et ne paraissent pas justifiées par les besoins légitimes de la partie bénéficiaire peuvent normalement être contestées sur la base du droit national des contrats. Même si le droit des contrats ne permet pas toujours d'empêcher la partie bénéficiaire de se prévaloir de ces clauses, le droit des sociétés impose des obligations particulières aux administrateurs d'une société, lorsqu'ils engagent celle-ci. La responsabilité qui leur incombe en cas de violation de leurs obligations peut les dissuader de conclure de tels contrats.

Elles doivent être abordées dans le cadre du droit général des contrats et du droit des sociétés

Un autre type d'obstacle contractuel aux offres publiques d'acquisition est le pacte d'actionnaires interdisant aux signataires de céder leurs actions à l'auteur d'une OPA, parfois sous peine de lourdes sanctions financières. Si ses adhérents détiennent une partie substantielle de la société, un tel pacte peut effectivement empêcher le succès d'une OPA.

Autre type d'obstacle: le pacte d'actionnaires

En principe, les actionnaires peuvent librement convenir de ne pas céder leurs participations dans le cadre d'une OPA (déterminée ou non) ou, sous une forme moins restrictive, de ne céder alors leurs participations qu'à un des signataires du pacte. Il est cependant à craindre, comme lorsqu'une assemblée générale autorise des mesures de défense au stade pré-offre, que les signataires du pacte ne manquent d'informations pour juger de l'opportunité de vendre leurs actions à la faveur d'une éventuelle offre future. Le problème est encore plus sérieux lorsque le respect de l'engagement de ne pas vendre en cas d'OPA est garanti par des sanctions substantielles interdisant aux actionnaires de revenir sur leur décision à la lumière d'un changement de circonstances. Ces préoccupations ont conduit un État membre (l'Italie) à prévoir que ce type de clause d'un pacte

Les pactes d'actionnaires peuvent être librement conclus

Mais ils suscitent certaines réserves en cas d'OPA

Le Groupe recommande d'envisager de les déclarer

d'actionnaires est inapplicable en cas d'OPA générale. Le Groupe recommande à la Commission d'envisager la généralisation de cette règle au niveau communautaire.

inapplicables en cas d'OPA générale

3. Structures pyramidales¹⁸

Dans certains États membres, une personne peut contrôler une société via une cascade de holdings cotées ou non, dont chacune détient une participation de contrôle dans la suivante, la dernière étant finalement contrôlée moyennant une participation relativement faible dans son capital. On trouve des actionnaires minoritaires, privés du contrôle, dans chaque holding de la chaîne. Il en résulte que le propriétaire final, moyennant un investissement économique (et donc une prise de risque) limité dans la dernière société, peut exercer un contrôle de droit ou de fait sur celle-ci, grâce à la cascade de holdings qu'il contrôle. Plus la pyramide compte de holdings, plus l'investissement économique du propriétaire final doit être faible pour lui conférer un contrôle sur la société située en bout de chaîne.

Structures pyramidales: via une cascade de holdings, la société qui se trouve en bout de chaîne est contrôlée grâce à une mise réduite

Les structures pyramidales créent, par d'autres moyens, la même disproportion entre participation au capital supportant le risque ultime et contrôle que, par exemple, les droits de vote multiples. Au niveau de chaque holding, un rapport strictement proportionnel entre propriété et contrôle peut cependant être maintenu. Pour assurer son avantage économique et s'arroger le contrôle ultime, il suffit à l'actionnaire majoritaire final de posséder le pourcentage minimum nécessaire pour détenir le contrôle à chaque niveau, en laissant subsister un actionnariat minoritaire dans toutes les holdings de la chaîne.

Les structures pyramidales créent la même disproportion entre propriété et contrôle que les droits de vote multiples

Il est difficile de concevoir une neutralisation s'appliquant à ce type de structure. Celle-ci devrait englober toute la pyramide, et le pourcentage de capital supportant le risque ultime détenu dans la dernière société de la chaîne devrait être déterminé, à cet effet, sur la base des participations agrégées des actionnaires à chaque niveau. Pour atteindre le seuil de 75 % au niveau agrégé, l'offrant devrait élargir son offre à plusieurs holdings de la chaîne et acquérir certaines d'entre elles. Cela pourrait s'avérer coûteux et irréalisable. Peu intéressante, cette opération s'avérerait aussi très complexe si les différentes holdings composant la pyramide détenaient, comme cela se produit parfois, des participations non seulement dans les sociétés de la pyramide, mais aussi dans d'autres sociétés, parfois totalement extérieures à celle-ci. Les propositions que l'offrant devrait présenter pour acquérir une part suffisante du capital supportant le risque ultime des holdings de la pyramide intégreraient alors le prix d'un investissement dans d'autres sociétés, pour lesquelles il n'a

L'application de la règle de neutralisation aux structures pyramidales s'avérerait très coûteuse et complexe

¹⁸

Les participations circulaires ou croisées entre diverses sociétés cotées soulèvent les mêmes craintes que ces structures.

aucun intérêt.

Le Groupe en conclut que les structures pyramidales doivent rester en dehors du champ d'application de la règle de neutralisation. Ces structures posent, en effet, des problèmes généraux qui débordent le cadre strict des OPA: elles réduisent la transparence des structures de propriété des sociétés cotées qui en font partie, elles ont une incidence sur la formation du cours des actions de ces sociétés, elles interdisent en grande partie d'en contester le contrôle, qu'elles soient cotées ou non, ou, à tout le moins, accroissent excessivement le coût d'une prise de contrôle et, enfin, elles créent un actionnariat minoritaire à plusieurs niveaux, qui, directement ou indirectement, détient en fin de compte la majorité du capital supportant le risque ultime, sans pouvoir exercer le contrôle à quelque niveau que ce soit. La question de savoir si ces structures sont ou non inacceptables dépend aussi du niveau et de l'efficacité des dispositifs de protection des minoritaires applicables dans tout le Groupe. Nous recommandons à la Commission d'examiner s'il y a lieu de réglementer les structures pyramidales (comptant éventuellement plusieurs sociétés cotées) et quelles mesures de protection (relevant de la législation sur les groupes de sociétés, sur la cotation en bourse ou sur d'autres aspects) doivent s'appliquer dans tous les États membres.

Les structures pyramidales doivent rester en dehors du champ d'application du principe de neutralisation

Elles posent des problèmes généraux qui débordent le cadre strict des OPA

Le Groupe recommande d'examiner si et comment il convient de réglementer les structures pyramidales

5. ÉGALITÉ DES CONDITIONS DE JEU ENTRE L'UNION ET LES ÉTATS-UNIS

Dans le débat qui a abouti au rejet, par le Parlement européen, de la dernière proposition de directive, il a été objecté que ce texte ne permettait pas à l'Union européenne de concurrencer les États-Unis à armes égales. L'article 9 de la directive aurait privé les sociétés européennes de nombreux moyens de défense en cas d'OPA, contrairement aux sociétés américaines qui disposeraient d'un arsenal d'instruments ad hoc.

Il a été objecté que la directive ne permettait pas à l'Union européenne de concurrencer les États-Unis à armes égales

Le Groupe souhaite d'abord préciser qu'il n'existe pas de législation unique en matière d'OPA qui serait applicable sur tout le territoire des États-Unis. Le droit des sociétés y est une compétence des États fédérés, dont les règles en la matière varient beaucoup. La réglementation fédérale concernant les valeurs mobilières n'a que peu d'incidence sur la capacité des sociétés de se défendre contre une OPA. Les conditions de jeu ne sont donc déjà pas homogènes sur le territoire américain.

L'égalité des conditions de jeu n'existe pas à l'intérieur des États-Unis, parce que les lois des États varient beaucoup

Cela dit, il est vrai que les conseils d'administration des sociétés américaines disposent généralement d'une grande marge de manœuvre en ce qui concerne les mesures de défense, en vertu de la règle de l'autonomie des dirigeants (*business judgement rule*), qui

Les sociétés américaines disposent généralement d'une grande

a été modifiée, dans certains États fédérés, dans le contexte des OPA. Cette marge de manœuvre permet de déployer un arsenal de mesures défensives, comme les pilules empoisonnées, la vente des meilleurs actifs, le chantage à la contre-OPA (*green mail*), les clauses de changement de contrôle et les parachutes dorés, pour n'en citer que quelques-unes. Le conseil d'administration ne reste neutre que s'il a décidé que la société devait être vendue et que les actionnaires devaient pouvoir choisir entre deux ou plusieurs offrants mis en concurrence. Son unique obligation consiste alors à faire en sorte que les actionnaires obtiennent le meilleur prix.

marge de manœuvre en ce qui concerne les mesures de défense, en vertu de la règle de l'autonomie des dirigeants (business judgement rule)

De plus, bon nombre d'États fédérés ont promulgué des lois habilitant expressément le conseil d'administration à prendre en considération des intérêts autres que ceux des actionnaires (hormis les siens propres) lorsqu'il étudie les réactions possibles à une OPA, ou à interdire à l'offrant d'engager la société dans certains regroupements d'entreprises tant qu'il n'a pas acquis un certain pourcentage des droits de vote dans la société. Certaines de ces lois ont été jugées inconstitutionnelles ou illégales par les tribunaux américains, d'autres ont été confirmées et sont très communément appliquées. Les tribunaux américains imposent toutefois généralement au conseil d'administration l'obligation de prouver que les mesures qu'il prend servent effectivement au mieux l'intérêt de la société, et les actionnaires veillent fermement à l'application des obligations qui en découlent.

Les conseils d'administration sont souvent habilités à prendre en considération des intérêts autres que ceux des actionnaires

Mais ils doivent prouver que leurs décisions servent au mieux l'intérêt de la société

Le Groupe admet que ses propositions ne sont pas de nature à instaurer, en droit européen des sociétés, une réglementation sur les OPA comparable, dans ses grandes lignes, à celle en vigueur aux États-Unis. Il estime cependant que l'exemple américain ne doit pas être suivi en Europe, et ce, pour plusieurs raisons:

L'exemple américain ne doit pas être suivi en Europe

1. Le large pouvoir discrétionnaire dont jouissent les conseils d'administration américains pour prendre des mesures anti-OPA s'inscrit dans un contexte juridique et financier général qui diffère largement de l'environnement européen. Aux États-Unis, les administrateurs subissent en général une pression visant à créer de valeur pour les actionnaires bien plus forte que leurs homologues européens. Ils sont jugés à l'aune de leurs performances sur les marchés des capitaux. Théoriquement habilités à dire "non" à un offrant potentiel, les conseils d'administration subissent en fait la pression des administrateurs indépendants, des banquiers d'affaires, des conseillers en investissement et surtout des investisseurs institutionnels. Leur comportement a une grande visibilité, en raison des règles juridiques garantissant la transparence et de la vigilance des médias. Ils risquent aussi, en cas de course aux procurations, d'être remplacés par l'offrant si celui-ci parvient à faire nommer des administrateurs qui lui sont favorables, parfois avec un certain décalage lorsque le conseil n'est renouvelable que par tranches. Enfin, il est relativement facile pour les actionnaires de poursuivre les

Le pouvoir discrétionnaire des conseils d'administration américains s'inscrit dans un contexte juridique et financier général très différent de l'environnement européen

administrateurs en justice, dans le cadre d'actions dérivées. Les actions en responsabilité contre les administrateurs sont chose commune dans l'univers américain des sociétés. En dépit de la règle (modifiée) de l'autonomie des gestionnaires, les administrateurs des sociétés américaines encourent une responsabilité indiscutablement plus grande que leurs homologues européens. En outre, ce type d'actions est tout à fait courant dans le système judiciaire américain, qui est généralement mieux équipé pour traiter les litiges survenant dans le cadre d'une OPA que les systèmes des États membres de l'Union européenne.

2. Cette liberté relativement grande dont jouit le conseil d'administration pour se défendre contre une OPA a certainement fait échouer ou avorter un certain nombre d'offres publiques d'acquisition. Les OPA sont cependant très fréquentes sur le marché des capitaux américain et constituent un élément essentiel de sa structure financière et économique. Les OPA hostiles (qui n'ont pas la faveur du conseil d'administration de la société visée) sont monnaie courante, mais, sous la pression des milieux juridiques et financiers, elles se transforment souvent en offres amicales (le conseil d'administration de la société visée adopte alors une position favorable ou neutre). Comme l'annexe [5] le montre, les mécanismes de défense mis en place par les sociétés américaines et par les États fédérés n'ont pas empêché les sociétés européennes de mener des OPA à bien aux États-Unis. Les sociétés européennes profitent largement de la dynamique des OPA sur le marché des capitaux américain. En Europe, en revanche, les obstacles en place dans de nombreux États membres tendent plus souvent à rendre incontestable le contrôle des sociétés cotées. Le Groupe juge cette situation peu souhaitable, puisqu'un marché des capitaux intégré doit être construit pour permettre aux entreprises de tirer pleinement parti du marché intérieur européen.

Il y a beaucoup d'OPA aux États-Unis, et les sociétés européennes profitent largement de cette dynamique

3. Un certain nombre de mécanismes anti-OPA utilisés aux États-Unis s'expliquent par la possibilité pour l'offrant d'obtenir le contrôle d'une société en lançant une offre sur une partie seulement du capital. Pour éviter aux actionnaires des pressions à la vente excessives, ces mécanismes forcent l'offrant à étendre son OPA à la totalité des actions s'il souhaite exercer son droit de contrôle. En Europe, le système de l'offre obligatoire prévu dans la proposition de directive oblige l'offrant à faire une offre à tous les actionnaires, pour la totalité de leurs participations et à un prix équitable, s'il souhaite prendre le contrôle de la société. Dans le cadre de la directive, aucun mécanisme anti-OPA particulier n'est donc nécessaire pour atteindre cet objectif.

Aux États-Unis, certains mécanismes anti-OPA s'expliquent par la possibilité d'obtenir le contrôle via une OPA partielle, ce qui n'est pas possible selon la directive européenne

4. Les dispositifs anti-OPA en vigueur aux États-Unis n'échappent aucunement à la critique, même aux États-Unis. Certains les acceptent comme le produit de la concurrence législative entre les États fédérés et d'un lobbying efficace des milieux d'affaires, mais on

Les dispositifs anti-OPA en vigueur aux États-Unis y sont critiqués dans une

trouve une abondante littérature, tant économique que juridique, selon laquelle les administrateurs devraient se voir interdire toute mesure de défense, et la décision finale appartenir aux actionnaires. Ce point de vue repose sur des considérations identiques à celles qui ont motivé les propositions du Groupe visant à garantir le respect des principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre participation au capital supportant le risque ultime et contrôle dans le cadre des OPA.

abondante littérature, tant économique que juridique

Le Groupe est d'avis que l'Union européenne doit d'abord déterminer quel type de réglementation en matière d'OPA favorisera le développement d'un marché des capitaux intégré et efficient à l'échelle européenne. Selon lui, cet objectif sera le mieux servi par des règles garantissant l'application des deux principes rappelés ci-dessus, comme recommandé dans le présent rapport. Des mécanismes anti-OPA du type de ceux appliqués, non sans controverse, aux États-Unis risquent de moins favoriser la réalisation de l'objectif précité. Le Groupe considère, par ailleurs, que ses propositions ne sont pas de nature à déséquilibrer indûment la concurrence entre les sociétés américaines qui tentent de tirer parti du marché intérieur européen en achetant des sociétés européennes et les sociétés européennes qui cherchent à exploiter le marché américain par les mêmes moyens. S'il subsistait néanmoins un doute au niveau politique, on pourrait envisager de n'appliquer les principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre prise de risque et contrôle préconisés dans le présent rapport qu'aux seules sociétés européennes cotées qui lancent des OPA sur d'autres sociétés européennes cotées, dans la mesure où cette solution ne violerait pas les conventions internationales en vigueur et paraîtrait applicable en pratique.

L'UE ne doit pas copier le système américain, mais appliquer la réglementation en matière d'OPA la mieux adaptée à son environnement et à ses objectifs

S'il subsistait un doute au niveau politique, le bénéfice des deux principes directeurs pourrait être réservé aux sociétés européennes cotées qui lancent des OPA

En résumé, les sociétés cotées doivent être tenues de publier des informations complètes sur la structure de leur capital et celle de leur contrôle (exception faite de ce qui relève du droit général applicable), par exemple dans leurs rapports annuels, leurs prospectus d'inscription à la cote d'une bourse et leurs prospectus d'émission. Elles doivent être tenues de divulguer à tout moment tout changement important du contenu de ces informations. La publicité de certaines de ces informations est déjà obligatoire en vertu des directives en vigueur. Le Groupe recommande que toutes ces informations soient regroupées aux fins d'une publication et d'une présentation cohérentes.

Résumé:
Une information complète sur les structures du capital et du contrôle de chaque société cotée doit être publiée d'une manière cohérente

Lorsqu'une OPA a été annoncée, le conseil d'administration de la société visée ne doit pas pouvoir s'y opposer sur la base d'une autorisation accordée antérieurement à l'offre par l'assemblée générale des actionnaires. Ce n'est qu'après l'annonce d'une OPA que les actionnaires, alors en mesure d'évaluer toutes les informations utiles, pourront être légitimement invités à décider si leur conseil d'administration doit ou non s'opposer à l'offrant.

Le conseil d'administration de la société visée ne doit pas pouvoir s'opposer à une OPA sur la base d'une autorisation pré-

offre de l'AG

Quand une OPA est annoncée, toute décision consécutive de l'assemblée générale approuvant des mesures destinées à faire échec à l'offre doit être adoptée par une majorité des voix reconnues, de manière proportionnelle, aux détenteurs du capital supportant le risque ultime de la société. L'auteur de l'OPA doit aussi pouvoir voter lors de cette assemblée, dans la mesure où il détient déjà une partie de ce capital.

Quand une OPA est annoncée, toute autorisation de l'AG requiert une majorité proportionnelle du capital supportant le risque ultime

Une règle devrait permettre à l'auteur d'une OPA de "neutraliser" les mécanismes et structures prévus dans les statuts et autres documents constitutifs et qui sont de nature à faire échouer une offre hostile, lorsque le degré de succès de son offre justifie clairement une telle possibilité.

Une règle devrait permettre à l'auteur d'une OPA réussie de neutraliser les structures de défense

Le seuil d'application de ce principe ne doit pas être fixé au-delà de 75 % du capital supportant le risque ultime de la société, à la date de l'aboutissement de l'offre. Les États membres doivent être autorisés à ramener ce seuil au pourcentage du capital supportant le risque ultime permettant à une assemblée générale de prendre des décisions exceptionnelles, telles qu'une modification des statuts ou une réorganisation de la société. Les États membres doivent veiller à ce que ce seuil ne soit pas inférieur aux majorités qualifiées nécessaires pour adopter des décisions exceptionnelles en assemblée générale. L'offrant doit pouvoir subordonner son offre sur la totalité du capital de la société à la condition d'atteindre ledit seuil.

Le seuil d'application de cette règle ne doit pas être fixé au-delà de 75 % du capital supportant le risque ultime

Les dispositions des statuts et des autres documents constitutifs contraires aux principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre participation au capital supportant le risque ultime et contrôle doivent être neutralisées. Il s'agit notamment: 1) des règles concernant les droits de vote et 2) des règles concernant la composition du conseil d'administration et les modifications des statuts et autres documents constitutifs de la société. Ces dispositions doivent être neutralisées: a) que les titulaires des droits de contrôle spéciaux soient des États, des particuliers ou des sociétés; b) que les dispositions visées aient été mises en place avant ou, à titre défensif, après l'annonce de l'OPA. Lorsque le bénéficiaire de ces dispositions est un État membre, elles ne doivent être autorisées que pour autant qu'elles soient soumises aux principes du droit public et, évidemment, qu'elles soient justifiables au regard du droit communautaire.

Les dispositions contraires aux principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre participation au capital supportant le risque ultime et contrôle doivent être neutralisées

Le principe de neutralisation doit s'appliquer dès que l'auteur d'une OPA générale atteint le seuil de 75 % du capital supportant le risque ultime de la société cible.

L'effet doit être immédiat

Dès qu'il a atteint ce seuil, l'offrant doit pouvoir convoquer à bref délai une assemblée générale des actionnaires, où il doit pouvoir exercer un droit de vote proportionnel à sa participation au capital supportant le risque ultime de la société.

Après réussite de son OPA, l'offrant doit pouvoir convoquer une AG

L'offrant qui a atteint le seuil précité à la faveur d'une OPA générale et qui prive ainsi les détenteurs d'actions conférant un droit de vote disproportionné ou un droit de contrôle spécial de la faculté d'exercer ces droits ne doit pas être tenu de les dédommager pour cette perte. Il pourrait être justifié, dans des cas exceptionnels, de compenser la perte de droits de contrôle spéciaux, pour autant que le titulaire de ces droits puisse prouver un dommage spécifique. Le Groupe recommande de poursuivre la réflexion sur l'opportunité de prévoir une procédure d'évaluation en pareil cas.

L'offrant ne doit pas être tenu de dédommager les détenteurs de droits spéciaux pour la perte de ces droits

En cas d'OPA générale sur le capital supportant le risque ultime d'une société, les restrictions à la cessibilité des actions non cotées représentatives de ce capital ne doivent pas être opposables à l'offrant.

Toute restriction à la négociabilité et à la cessibilité des actions doit être neutralisée

Si les certificats représentatifs d'actions représentatives du capital supportant le risque ultime d'une société sont cotés, ils doivent être librement échangeables contre les titres sous-jacents, en cas d'OPA générale visant cette société.

Les clauses contractuelles générales susceptibles de faire obstacle à une OPA ne doivent pas être affectées par la règle de neutralisation, mais devraient plutôt être abordées dans le cadre du droit général des contrats et du droit des sociétés. Pour ce qui concerne plus précisément les pactes d'actionnaires interdisant aux signataires de céder leurs actions à l'auteur d'une OPA, parfois sous peine de lourdes sanctions financières, le Groupe recommande à la Commission d'étudier la possibilité d'une adoption par tous les États membres d'une règle qui rendrait ces pactes inapplicables en cas d'OPA générale.

Les clauses contractuelles générales ne doivent pas être affectées par la neutralisation

Les pactes d'actionnaires doivent être davantage examinés

Le Groupe est d'avis que les structures pyramidales doivent également rester en dehors du champ d'application de la règle de neutralisation et il recommande à la Commission d'examiner s'il y a lieu de réglementer les structures pyramidales (comptant éventuellement plusieurs sociétés cotées) et quelles mesures de protection des actionnaires minoritaires (relevant de la législation sur les groupes de sociétés, sur la cotation en bourse ou sur d'autres aspects) doivent s'appliquer dans tous les États membres.

Les structures pyramidales doivent également être davantage examinées

Les propositions du Groupe ne sont pas de nature à instaurer, en droit européen des sociétés, une réglementation sur les OPA

L'UE ne doit pas s'inspirer des

comparable, dans les grandes lignes, à celle en vigueur aux États-Unis. Il estime cependant, pour plusieurs raisons, que le système américain, qui n'est pas sans susciter la controverse, ne doit pas être imité en Europe et que l'Union européenne doit d'abord déterminer quel type de réglementation en matière d'OPA favorisera le plus le développement d'un marché des capitaux intégré et efficient à l'échelle européenne. S'il subsistait néanmoins un doute au niveau politique, on pourrait envisager de n'appliquer les principes de décision par l'actionnaire et de proportionnalité entre capital supportant le risque ultime et contrôle préconisés dans le présent rapport qu'aux seules sociétés européennes cotées qui lancent des OPA sur d'autres sociétés européennes cotées, pour autant que cette solution ne viole pas les conventions internationales en vigueur et qu'elle soit applicable en pratique.

*règles
américaines, qui
ne sont pas sans
susciter la
controverse*

*S'il subsistait un
doute au niveau
politique, on
pourrait envisager
de n'appliquer les
deux principes
qu'aux seules
sociétés
européennes
cotées*

CHAPITRE II

LE PRIX ÉQUITABLE À PAYER EN CAS D'OFFRE OBLIGATOIRE

1. INTRODUCTION

La notion de prix équitable figure dans l'article 5, paragraphe 1, de la directive. Cet article, qui vise à harmoniser les circonstances dans lesquelles une offre obligatoire doit être présentée, dispose notamment que: "Cette offre est adressée à tous les détenteurs de titres et porte sur la totalité de leurs titres, à un prix équitable."

La notion de "prix équitable" figure dans l'article 5, paragraphe 1, de la directive

Le Groupe estime que, si l'on veut garantir une protection adéquate des actionnaires minoritaires, il est crucial d'exiger de l'offrant qu'il propose un prix équitable en cas d'offre obligatoire. À défaut, l'offre obligatoire n'assurerait pas la protection voulue, puisque les actionnaires minoritaires se verraient privés de la possibilité de céder leurs titres dans de bonnes conditions. En outre, cela pourrait les inciter à vendre leurs titres dans le cadre d'une offre volontaire partielle à un prix qu'ils jugeraient inéquitable.

Exiger la fixation d'un prix équitable en cas d'offre obligatoire est essentiel pour garantir la protection des actionnaires minoritaires

Dans les auditions organisées par le Groupe, certains ont argué qu'il conviendrait également d'adopter des règles sur le prix équitable à payer en cas d'offre volontaire. Dans le présent rapport, et selon les termes de son mandat, le Groupe ne traite cependant de la notion de prix équitable qu'en relation avec l'offre obligatoire. Au-delà de cette restriction, il convient d'exclure toute exigence de prix équitable en cas d'offre volontaire pour la simple raison qu'en principe, il appartient alors au marché d'apprécier l'adéquation du prix proposé. Le Groupe considère donc que les recommandations qu'il fait dans ce chapitre s'appliquent exclusivement au cas de l'offre obligatoire.

Les observations et les recommandations du présent chapitre ne s'appliquent qu'aux offres obligatoires

La longueur du débat sur la directive a montré la difficulté de définir des règles communes relatives aussi bien au niveau qu'à la nature de la contrepartie à proposer en cas d'offre obligatoire. Face à cette difficulté, le texte présenté par la Commission en 1996 précisait uniquement que l'offre devait être faite à un prix garantissant la protection des actionnaires minoritaires. Dans sa position commune de juin 2000, le Conseil avait, pour sa part, jugé préférable d'introduire la notion de "prix équitable" (sans toutefois la définir) ainsi qu'une règle afférente à la nature de la contrepartie à offrir. Dans sa résolution de décembre 2000, le Parlement européen avait enfin fait figurer une règle sur le niveau minimal d'une telle contrepartie et une autre sur sa nature. Seule la dernière a finalement été retenue dans

La longueur du débat sur la directive a montré la difficulté de définir des règles communes afférentes à la contrepartie à proposer en cas d'offre obligatoire

le texte approuvé par le comité de conciliation.

Dans un premier temps, le présent chapitre résume les règles relatives au prix équitable telles qu'elles sont énoncées dans la directive et donne un bref aperçu des dispositions équivalentes applicables dans les États membres. Dans un deuxième temps, il constate qu'une définition du "prix équitable" devrait permettre de trouver un juste équilibre entre ces objectifs opposés que sont la flexibilité et la prévisibilité, puis il examine l'opportunité d'une certaine harmonisation au niveau communautaire. Dans un troisième et dernier temps, il présente les recommandations du Groupe quant aux caractéristiques que devrait revêtir une approche européenne en matière de prix équitable.

Le présent chapitre expose la situation actuelle, examine l'opportunité d'une certaine harmonisation et présente les recommandations du Groupe

2. LA SITUATION ACTUELLE

2.1. Les règles prévues par la directive

Le projet commun approuvé par le comité de conciliation le 6 juin 2001 prévoit deux règles sur la contrepartie à proposer en cas d'offre obligatoire:

La directive énonce deux règles:

- l'article 5, paragraphe 1, qui fait référence à la situation dans laquelle une personne prend le contrôle d'une société, énonce les principes d'offre obligatoire et de prix équitable ainsi que des dispositions relatives à la nature de la contrepartie à offrir (prévoyant notamment la possibilité d'une contrepartie en espèces)¹⁹;
- l'article 6, paragraphe 3, impose aux États membres d'adopter des règles relatives à l'information que doit contenir le document d'offre établi et publié par l'offrant, que son offre soit volontaire ou obligatoire²⁰.

à l'article 5, paragraphe 1, détermination de la contrepartie à proposer en cas d'offre obligatoire

à l'article 6, paragraphe 3, information sur la contrepartie pour toute offre

¹⁹ "... les États membres veillent à ce que soient en vigueur les règles qui obligent cette personne à lancer une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de cette société. Cette offre est adressée à tous les détenteurs de titres et porte sur la totalité de leurs titres, à un prix équitable. Lorsque la contrepartie proposée par l'offrant ne consiste pas en titres liquides admis à être négociés sur un marché réglementé, cette contrepartie doit inclure, au moins comme option, une contrepartie en espèces.

Dans tous les cas, l'offrant doit proposer, tout au moins comme alternative, une contrepartie en espèces lorsque, à titre individuel ou avec des personnes agissant de concert avec lui, dans une période commençant au moins trois mois avant le lancement de son offre en application de l'article 6, paragraphe 1, et se terminant avant la fin de la période d'acceptation de l'offre, il a acquis en espèces plus de 5 % des titres ou des droits de vote de la société visée."

²⁰ "(d) la contrepartie offerte par titre ou par catégorie de titres et, dans le cas d'offres obligatoires, la méthode employée pour la déterminer, ainsi que les modalités de paiement de cette contrepartie;"

2.2. Des régimes nationaux très divers

Dans certains États membres appliquant le principe de l'offre obligatoire, les dispositions relatives à la contrepartie à proposer en ce cas ont un caractère contraignant; quelques autres n'ont édicté que des recommandations. Par ailleurs, les dispositions susmentionnées varient grandement dans les exigences qu'elles formulent, en ce qui concerne aussi bien le niveau que la nature de la contrepartie, comme expliqué ci-après.

Au niveau des États membres, les dispositions en vigueur varient grandement, sur le fond et sur la forme

a) Le niveau de la contrepartie à payer

Dans quelques États membres, le niveau de la contrepartie à payer n'est déterminé que par référence à de grands principes (par exemple, celui de l'égalité de traitement de tous les actionnaires). La grande majorité d'entre eux a toutefois adopté des dispositions détaillées pour le cas de l'offre obligatoire. Ces dispositions sont très diverses, tant dans la nature et le nombre de critères qu'elles fixent que dans la manière dont ces critères sont appliqués.

Pour ce qui est du niveau de la contrepartie, les États membres appliquent différents critères, de différentes manières

La plupart des États membres prennent comme référence le prix le plus élevé (ou un pourcentage de celui-ci) payé par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui au cours d'une certaine période précédant l'offre (allant de trois à douze mois). Nombre de critères supplémentaires sont aussi appliqués dans les mêmes ou dans d'autres États membres:

Le critère le plus fréquemment utilisé est le prix le plus élevé payé au cours d'une certaine période précédant l'offre

- la valeur de marché moyenne sur une certaine période précédant l'offre (allant de trois à douze mois);
- le prix payé pour un bloc de titres dont l'acquisition a entraîné une modification de la structure du contrôle;
- la "valeur nette" / la "valeur théorique des actifs" / la "valeur de liquidation" de la société;
- les "critères d'évaluation objectifs couramment utilisés" et les caractéristiques de la société.

Un petit nombre d'États membres applique un seul de ces critères, à savoir celui du prix le plus élevé payé par l'offrant. Les autres États membres combinent généralement deux ou trois critères (souvent celui du prix le plus élevé déjà payé et celui de la valeur de marché moyenne), voire plus pour l'un d'entre eux.

La plupart des États membres appliquent plus d'un critère

Dans leur grande majorité, les États membres utilisant plus d'un critère appliquent ceux-ci cumulativement. Autrement dit, la contrepartie à payer est le plus élevé des prix obtenus. D'autres privilégient une approche différente, qui consiste à pondérer ces prix. Un petit nombre, enfin, applique plusieurs critères de façon alternative, en fonction des circonstances particulières de l'offre.

La majorité des États membres utilisant plus d'un critère appliquent ceux-ci cumulativement

Le calcul de la contrepartie à payer en cas d'offre obligatoire peut, en outre, être influencé par différents facteurs:

- lorsqu'il y a plusieurs catégories de titres, les critères susmentionnés s'appliquent catégorie par catégorie. En particulier, lorsqu'une offre obligatoire est présentée à la suite d'une prise de contrôle via une participation dans une catégorie spécifique de titres, plusieurs Etats membres prévoient que les autres catégories sont assujetties à des règles spécifiques;
- dans tous les États membres ayant adopté des dispositions détaillées, des exceptions et dérogations sont autorisées dans certaines circonstances, sous réserve que les principes généraux en vigueur soient dûment respectés;
- plusieurs États membres ont édicté des règles en vue d'empêcher l'offrant d'acquérir des titres en dehors de l'offre obligatoire ou après celle-ci (sur une période allant de six à douze mois), à de meilleures conditions. Une telle acquisition peut être purement et simplement interdite ou, dans certains États membres, conduire à une révision du montant de la contrepartie versée dans le cadre de l'offre obligatoire.

D'autres facteurs sont à considérer:

- *l'existence de plusieurs catégories de titres*
- *la présence de circonstances particulières*
- *le traitement réservé aux achats effectués à de meilleures conditions en dehors de l'offre ou a posteriori*

b) La nature de la contrepartie à payer

Dans la plupart des États membres, l'offrant est libre de proposer en contrepartie aussi bien des espèces que des titres (lesquels, selon certaines législations nationales, doivent être admis à la négociation sur un marché réglementé d'une zone économique définie). Dans certains États membres, lorsque des titres sont proposés, la contre-valeur en espèces doit également être offerte; dans un petit nombre d'autres États membres, elle ne doit l'être que dans certains cas. Quelques États membres, enfin, exigent généralement une contrepartie en espèces et n'autorisent l'offre de titres que dans des cas limités.

Dans la plupart des États membres, l'offrant peut librement proposer des espèces ou des titres en contrepartie

3. LA NECESSITE D'UNE HARMONISATION

Tel qu'il est formulé, l'article 5, paragraphe 1, de la directive implique que la question de l'équité du prix relève du droit européen, fixé en dernier ressort par la Cour de justice des Communautés européennes. De l'avis du Groupe, il n'est pas souhaitable qu'une telle question, qui se posera au cours d'une procédure complexe où la rapidité d'action est essentielle et où, en l'absence de définition précise, les circonstances particulières seront déterminantes, se règle moyennant des procédures judiciaires interminables. Pis encore, la probabilité de telles procédures pourrait avoir un effet globalement dissuasif sur les offres.

Tel qu'il est formulé, l'article 5, paragraphe 1, fait entrer la question de l'équité du prix dans le champ de compétence de la Cour de justice des CE, ce qui n'est pas souhaitable

Le Groupe considère donc que la directive devrait, au minimum, préciser qu'il incombe aux États membres d'édicter un ou plusieurs critères de calcul du prix équitable, dans la marge d'appréciation laissée par l'exigence générale de présentation d'une offre obligatoire à un prix équitable.

Il conviendrait de préciser que cette question est avant tout du ressort des États membres

La grande diversité des dispositions nationales applicables à la contrepartie à payer en cas d'offre obligatoire montre qu'il serait difficile de concevoir une règle unique, valable partout et en toute circonstance, en vue de garantir une protection adéquate des actionnaires minoritaires. D'une part, les divers critères utilisés par les États membres ne sont pas également pertinents, parce qu'adaptés aux caractéristiques des marchés financiers nationaux, et d'autre part, l'importance des circonstances particulières de l'offre ne doit pas être négligée lors de la fixation du prix à payer. Pour l'une et l'autre raisons, toute règle doit permettre un degré de flexibilité raisonnable, avec l'objectif de garantir effectivement un traitement équivalent de tous les actionnaires.

Toute règle doit permettre un degré de flexibilité raisonnable

Par ailleurs, le Groupe fait remarquer que le bon fonctionnement des marchés financiers européens suppose une prévisibilité suffisante quant à la contrepartie à payer en cas d'offre obligatoire. De fait, imposer l'obligation de faire une offre à un prix non calculable par avance découragerait fortement toute prise de contrôle. Le Groupe juge donc souhaitable d'instaurer une approche harmonisée au niveau communautaire, qui permette aux offrants d'anticiper et, idéalement, de chiffrer le prix équitable dû. Cette approche devrait, d'un côté, créer une forte présomption en faveur d'un prix établi par l'application d'une règle commune et, d'un autre côté, permettre la flexibilité que nécessite la prise en considération de circonstances particulières.

Mais en même temps, le bon fonctionnement des marchés financiers suppose une prévisibilité suffisante

4. ÉLÉMENTS À INCLURE DANS UNE APPROCHE EUROPÉENNE

Toute approche européenne du prix équitable à payer en cas d'offre obligatoire doit essentiellement cibler deux problèmes: la contrepartie à offrir, et le traitement à réserver aux acquisitions de titres effectuées durant ou après l'offre à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs.

Une approche européenne en deux volets

4.1. La contrepartie à exiger en cas d'offre obligatoire

Le Groupe est d'avis qu'en vertu du principe d'égalité de traitement de tous les détenteurs de titres d'une même catégorie, le prix à acquitter en cas d'offre obligatoire doit, dans des circonstances normales, être égal au prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de cette catégorie, sur le marché ou de gré à gré, pendant une certaine période précédant l'acquisition des titres par laquelle il a pris le contrôle de la société visée. Les États membres doivent pouvoir fixer librement la longueur de cette période, dans une fourchette de six à douze mois.

Le critère normalement applicable est celui du prix le plus élevé payé au cours d'une période donnée précédant la prise de contrôle

La règle du prix le plus élevé déjà payé offre un double avantage: d'une part, elle permet aux actionnaires minoritaires de partager pleinement les fruits de l'acquisition, à tout moment de la période considérée; d'autre part, elle donne à l'offrant la certitude de ne pas devoir payer plus, dans le cadre de l'offre obligatoire, que ce qu'il était prêt à verser antérieurement et, partant, lui permet de fixer lui-même le prix maximal auquel il est prêt à acquérir tous les titres de la société visée.

Avantages de la règle du prix le plus élevé payé

Le Groupe considère cependant que cette règle peut échouer, dans certaines circonstances, à garantir l'égalité de traitement de tous les détenteurs de titres. Ces circonstances sont notamment - mais pas exclusivement - les suivantes:

Mais dans certains cas, elle ne garantit pas un traitement équivalent de tous les actionnaires

- le prix le plus élevé a été fixé par collusion (c'est-à-dire par un accord avec le vendeur) en vue de contourner la règle;
- les cours en général ont été affectés par un événement hautement exceptionnel;
- le cours des titres concernés a été manipulé;
- la fixation d'un prix moins élevé apparaît nécessaire pour permettre à une société en difficulté d'échapper à la faillite.

Au regard de ce qui précède, le Groupe estime que la directive devrait:

- d'une part, énoncer une règle de base selon laquelle le prix le plus élevé déjà payé par l'offrant, comme défini ci-dessus, est réputé être un prix équitable dans le cas d'une offre obligatoire présentée dans des circonstances normales;
- d'un autre côté, stipuler que les États membres sont habilités à définir à la fois les cas dans lesquels cette règle de base peut ne pas s'appliquer et les critères que peuvent alors retenir les autorités de contrôle dans leur décision d'exiger un prix supérieur ou, au contraire, inférieur au prix le plus élevé déjà payé.

Les États membres doivent pouvoir définir à la fois les cas dans lesquels la règle du prix le plus élevé peut ne pas s'appliquer et les critères à retenir alors

En ce qui concerne la définition des cas susmentionnés, le Groupe considère que la directive devrait contenir les principes suivants:

- d'abord et avant tout, un principe d'équité - autrement dit, une dérogation à la règle de base n'est possible que s'il est prouvé que son application entraînerait la fixation d'un prix inéquitable;
- pour un prix moins élevé, la charge de la preuve incombe à l'offrant - autrement dit, l'autorité de contrôle n'examine même pas sa demande si elle juge les justifications présentées insuffisantes;
- en cas de doute, l'appréciation finale doit être guidée par le principe de l'intérêt des actionnaires - autrement dit, toute affaire complexe se règle en donnant la priorité à un traitement équitable de tous les détenteurs de titres de la société visée.

La directive doit énoncer les principes régissant la définition de tels cas

Pour ce qui est des critères à retenir alors, le Groupe estime que les États membres devraient être autorisés à appliquer un ou plusieurs des critères suivants:

- la valeur de marché moyenne sur une certaine période précédant l'offre (allant de six à douze mois);
- la valeur de liquidation de la société visée;
- tout autre critère d'évaluation objectif couramment utilisé en analyse financière.

Les États membres devraient alors être autorisés à appliquer un ou plusieurs des critères visés dans la directive

Le Groupe recommande, par ailleurs, que toute décision par laquelle une autorité de contrôle retiendrait un prix différent du prix le plus élevé payé soit étayée par une information complète sur les circonstances particulières invoquées, la raison faisant que, dans ces circonstances, ce prix n'aurait pas été équitable et les modalités précises (nature des critères appliqués, mode de combinaison, etc.) selon lesquelles le prix à payer par l'offrant a finalement été établi.

Toute décision retenant un prix différent du prix le plus élevé payé doit être accompagnée d'une information justificative complète

Le Groupe rappelle également que les critères de fixation du prix équitable doivent, lorsqu'il y a plusieurs catégories de titres, s'appliquer catégorie par catégorie. Il considère, en outre, qu'il conviendrait d'exiger des États membres qu'ils adoptent des règles spécifiques s'appliquant - dans le cas où une offre obligatoire serait présentée à la suite d'une prise de contrôle via une participation dans une catégorie particulière de titres ou dans certaines mais non toutes les catégories - aux titres des autres catégories.

Les critères de fixation du prix équitable doivent s'appliquer par catégorie de titres

Le Groupe note enfin que la question de savoir si un prix proposé dans le cadre d'une offre obligatoire est équitable ou non dépend grandement du moment où cette offre est présentée: plus elle l'est tardivement, moins est pertinente une référence à un prix payé ou à la valeur de marché des titres considérés dans une période précédant la prise de contrôle. Le Groupe estime donc que l'offrant devrait être contraint de faire son offre obligatoire dans un court laps de temps (à déterminer par les États membres, dans une limite de trente jours) suivant la prise de contrôle de la société visée par une acquisition de titres.

La question de savoir si un prix est équitable ou non dépend grandement du moment où l'offre obligatoire est présentée

4.2. Règles applicables au paiement d'un prix plus élevé pendant ou après l'offre obligatoire

De l'avis du Groupe, le principe de l'égalité de traitement de tous les détenteurs de titres d'une même catégorie plaide fortement en faveur de l'interdiction, pour l'offrant, de proposer un prix plus élevé, pendant l'offre obligatoire ou pendant une certaine période suivant cette offre, aux détenteurs de titres refusant de vendre. Pour les actionnaires minoritaires, une telle règle offrirait en outre l'avantage d'inciter l'offrant à fixer, à un niveau raisonnablement élevé, le prix proposé dans le cadre de l'offre obligatoire.

L'acquisition de titres pendant ou après l'offre obligatoire, à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs, doit être réglementée

Ainsi, on pourrait exiger des États membres qu'ils adoptent les règles nécessaires à la mise en œuvre de cette approche, tout en leur laissant la liberté d'opter pour a) un système selon lequel l'acquisition de titres à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs serait totalement interdite pendant l'offre ou pendant une certaine période suivant l'offre ou b) un système selon lequel l'acquisition de titres à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs pendant l'offre ou pendant une certaine période suivant l'offre obligerait l'offrant à verser la différence entre le second et le premier prix à ceux des détenteurs ayant cédé leurs titres dans le cadre de l'offre obligatoire.

Les États membres pourraient choisir entre deux systèmes

Pour ce qui est de la longueur de la période susmentionnée, le Groupe recommande d'amener les États membres à la fixer dans une fourchette de six à neuf mois.

Période recommandée: entre six et neuf mois

En résumé, il conviendrait d'instaurer une approche harmonisée au niveau communautaire, qui permette aux offrants de prévoir et, idéalement, de chiffrer le prix équitable à payer dans le cadre d'une offre obligatoire. Cette approche devrait, d'un côté, créer une forte présomption en faveur d'un prix établi par l'application d'une règle commune et, d'un autre côté, permettre une flexibilité suffisante dans des circonstances particulières.

Résumé:
Une approche européenne harmonisée doit combiner prévisibilité et flexibilité

Le prix à acquitter en cas d'offre obligatoire devrait, normalement, être égal au prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de cette catégorie, sur le marché ou de gré à gré, pendant une certaine période précédant l'acquisition des titres par laquelle il a pris le contrôle de la société visée. Les États membres doivent pouvoir fixer librement la longueur de cette période, dans une fourchette de six à douze mois.

Le critère à appliquer dans des circonstances normales doit être celui du prix le plus élevé payé

Les États membres devraient être habilités à définir à la fois les cas dans lesquels cette règle de base peut ne pas s'appliquer et les critères que pourraient alors retenir les autorités de contrôle dans leur décision d'exiger un prix supérieur ou, au contraire, inférieur au prix le plus élevé déjà payé.

En ce qui concerne la définition des cas susmentionnés, la directive devrait énoncer les principes suivants: 1) une dérogation à la règle de base n'est possible que s'il est prouvé que son application entraînerait la fixation d'un prix inéquitable; 2) pour un prix moins élevé, la charge de la preuve incombe à l'offrant; 3) toute affaire complexe doit se régler en faisant prévaloir les intérêts des actionnaires de la société visée.

Pour ce qui est des critères à retenir dans ces circonstances, les États membres devraient être autorisés à appliquer un ou plusieurs des critères suivants: 1) la valeur de marché moyenne sur une certaine période précédant l'offre allant de six à douze mois; 2) la valeur de liquidation de la société visée; 3) tout autre critère d'évaluation objectif couramment utilisé en analyse financière.

Toute décision par laquelle une autorité de contrôle retiendrait un prix différent du prix le plus élevé déjà payé devrait être étayée par une information justificative complète.

La question de savoir si un prix proposé dans le cadre d'une offre obligatoire est équitable ou non dépend grandement du moment où cette offre est présentée. Il conviendrait donc d'exiger que l'offre obligatoire soit présentée dans un court laps de temps (à fixer par les États membres, dans une limite de trente jours) suivant la prise de contrôle de la société visée via une acquisition de ses titres.

Il pourrait enfin être exigé des États membres qu'ils mettent en place a) un système selon lequel l'acquisition de titres à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs serait totalement interdite pendant l'offre ou une certaine période suivant l'offre ou b) un système selon lequel l'acquisition de titres à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs pendant l'offre ou une certaine période suivant l'offre obligerait l'offrant à verser la différence entre le second et le premier prix proposés à ceux des détenteurs ayant cédé leurs titres dans le cadre de l'offre obligatoire. Les États membres devraient être libres de fixer la longueur de la période considérée, dans une fourchette de six à neuf mois.

Les États membres doivent être habilités à:

- définir les cas dans lesquels la règle de base peut ne pas s'appliquer

- dans ces cas, opter pour un ou plusieurs des critères visés dans la directive

Une information justificative complète doit être fournie

L'offre obligatoire doit être présentée dans un court laps de temps après la prise de contrôle

Les États membres pourraient choisir entre deux systèmes pour réglementer l'acquisition de titres, durant ou après l'offre, à des conditions plus favorables pour leurs détenteurs

CHAPITRE III

RETRAIT OBLIGATOIRE ET RACHAT OBLIGATOIRE APRÈS UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION

1. INTRODUCTION

Fondamentalement, le dispositif du **retrait obligatoire** confère à l'actionnaire majoritaire d'une société donnée le droit d'exiger des actionnaires minoritaires de cette société qu'ils lui vendent leurs titres. Inversement, le dispositif du **rachat obligatoire** donne à un actionnaire minoritaire le droit de contraindre l'actionnaire majoritaire à lui racheter sa participation. Lorsque ces droits sont inscrits dans la loi, les dispositions y afférentes subordonnent généralement leur exercice au franchissement d'un seuil "déclencheur" par l'actionnaire majoritaire.

Retrait obligatoire (en faveur de l'actionnaire majoritaire) et rachat obligatoire (en faveur des actionnaires minoritaires) sont généralement assujettis à un seuil déclencheur

Retrait et rachat obligatoires peuvent concerner l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires d'une société cotée comme d'une société non cotée, et ce, que le seuil déclencheur ait été atteint par voie d'offre générale sur les titres de cette société ou autrement. Toutefois, conformément aux termes de son mandat, le Groupe examine ici l'opportunité du retrait et du rachat obligatoires dans le seul contexte de l'offre publique d'acquisition, c'est-à-dire d'une offre générale sur des titres admis à la négociation sur un marché réglementé. Dans son second rapport, il abordera cette question de façon plus générale.

Il peut y avoir retrait et rachat obligatoires dans des cas de figure très divers, mais le présent rapport étudie leur opportunité dans le seul contexte d'une OPA

Dans le présent chapitre, le Groupe donne, tout d'abord, un bref aperçu des règles en vigueur au niveau communautaire et dans les États membres en matière de retrait et de rachat obligatoires. Il évalue ensuite les avantages que procurent de tels dispositifs dans le cadre d'une OPA et la mesure dans laquelle une certaine harmonisation serait, à cet égard, nécessaire. Enfin, il recommande que de tels dispositifs soient disponibles dans l'ensemble de l'Union à la suite d'une OPA, et présente les principaux éléments à inclure dans une approche européenne en la matière.

Ce chapitre expose la situation actuelle, évalue le besoin d'une certaine harmonisation et présente les recommandations du Groupe à cet égard

2. LA SITUATION ACTUELLE

2.1. Retrait obligatoire

a) Au niveau communautaire

Aucun instrument du droit européen des sociétés ne régit le retrait obligatoire.

Le retrait obligatoire n'est pas réglementé au niveau communautaire

Tel est le cas, en particulier, de la deuxième directive, relative à la constitution de la société anonyme et au maintien de son capital²¹. De fait, les dispositifs prévus respectivement par son article 36 (retrait forcé d'actions) et son article 37 (rachat d'actions) diffèrent du retrait obligatoire en ceci qu'ils sont financés par la société elle-même, et non par son actionnaire majoritaire.

Les dispositifs prévus par la 2e directive diffèrent du retrait obligatoire

Il convient ici de noter que, dans le cadre de l'exercice SLIM²², un Groupe de travail de droit des sociétés chargé de préparer la simplification des première et deuxième directives avait recommandé un assouplissement des conditions du retrait forcé d'actions, lorsque la législation nationale ne prévoit pas de retrait obligatoire. Le Groupe examinera cette recommandation (comme toutes celles présentées par le groupe SLIM) dans le cadre du second volet de son mandat.

Le Groupe examinera les modifications de la 2e directive, proposées par le Groupe SLIM, dans le cadre du second volet de son mandat

La troisième directive, relative aux fusions²³, autorise une majorité d'actionnaires d'une société absorbée à convenir du remplacement de toutes les actions de celle-ci (y compris des actions détenues par des minoritaires dissidents) par des actions de la société absorbante. Ce dispositif, qui ne s'applique pas en cas d'acquisition d'une entreprise par voie d'offre publique, diffère du retrait obligatoire dans la mesure où a) les titres des actionnaires minoritaires ne sont pas transférés à l'actionnaire majoritaire de la société absorbée et b) la directive n'exige pas que de telles fusions soient rendues possibles par l'offre d'une contrepartie en espèces aux actionnaires de la société absorbée. Le Groupe étudiera également ces fusions dans le cadre du second volet de son mandat.

La fusion par acquisition prévue par la 3e directive diffère également du retrait obligatoire

Le Groupe étudiera aussi ce type de fusion dans le cadre du second volet de son mandat

²¹ Deuxième directive 77/91/CEE du Conseil, du 13 décembre 1976, tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58, deuxième alinéa, du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital.

²² Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil - résultats de la quatrième phase de SLIM – COM(2000) 56 final du 4.2.2000.

²³ Troisième directive 78/855/CEE du Conseil, du 9 octobre 1978, fondée sur l'article 54, paragraphe 3, sous g), du traité et concernant les fusions des sociétés anonymes.

Une forme de retrait obligatoire était prévue dans le projet de neuvième directive relative aux entreprises liées²⁴, dont l'article 33 aurait autorisé une entité ayant acquis au moins 90 % du capital d'une société anonyme à faire une déclaration entraînant la constitution d'un groupe et contraignant les actionnaires minoritaires de cette société anonyme à lui céder leurs titres. Ce projet n'a cependant jamais débouché sur une proposition officielle de la Commission.

Une forme de retrait obligatoire était prévue dans le projet de 9e directive

Enfin, la directive sur les offres publiques d'acquisition²⁵ ne contient aucune disposition sur le retrait obligatoire.

Aucune disposition à ce sujet dans la Directive OPA

Le droit communautaire ne se prononçant pas, les États membres sont libres de décider s'il convient d'ancrer ce dispositif dans leur législation nationale et, le cas échéant, à quelles conditions.

Le retrait obligatoire reste dès lors une question de droit national

b) Des régimes nationaux très divers

La plupart des États membres accordent à un actionnaire majoritaire le droit de racheter les participations détenues par les minoritaires. Néanmoins, les conditions d'exercice de ce droit varient largement, notamment en ce qui concerne: les sociétés auxquelles il s'applique, sa subordination éventuelle à la présentation d'une OPA, le seuil de participation à atteindre pour pouvoir l'exercer et la contrepartie à proposer alors aux actionnaires minoritaires.

Le retrait obligatoire existe dans la plupart des États membres, mais selon des régimes très divers

Seuls quelques États membres ont rendu le retrait obligatoire applicable dans toutes les sociétés à responsabilité limitée. Dans la plupart des pays de l'Union, ce droit ne concerne que les sociétés anonymes. Un petit nombre restreint encore son exercice aux sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé (ou aux sociétés ayant fait appel public à l'épargne).

En général, il ne concerne que les sociétés anonymes (cotées)

Dans certains États membres, le retrait obligatoire est directement lié à la présentation d'une OPA. Autrement dit, le droit de racheter les participations minoritaires ne peut s'exercer qu'une fois le seuil déclencheur atteint par voie d'offre publique. Dans d'autres États membres, il est octroyé de manière générale, indépendamment de la façon d'atteindre ce seuil. Toutefois, certains de ces États membres ont édicté des règles spécifiques pour le cas où le retrait obligatoire fait suite à une OPA.

Dans certains États membres, le retrait obligatoire est lié, directement ou indirectement, à la présentation d'une OPA

Dans la majorité des États membres, le seuil déclencheur s'inscrit

La plupart ont

²⁴ Projet de neuvième directive en matière de droit des sociétés concernant la transparence des relations entre les entreprises liées entre elles.

²⁵ Voir à l'annexe 6 du présent rapport le projet commun approuvé par le comité de conciliation, le 6 juin 2001.

dans une fourchette de 90 % à 95 %, avec un pic absolu à 98 %. En règle générale, il a été fixé par référence au capital et/ou au nombre de droits de vote détenu(s). La plupart des pays ont opté pour l'un ou l'autre critère, mais certains les appliquent sur une base cumulative. Un seul les utilise de façon alternative.

opté pour un seuil déclencheur de 90 % à 95 % du capital et/ou des droits de vote

Dans certains des États membres où le droit de racheter les participations minoritaires ne peut s'exercer que si le seuil déclencheur a été atteint par voie d'OPA, ce seuil est fixé par référence au pourcentage d'acceptation de l'offre. En d'autres termes, l'offre doit avoir été acceptée par des actionnaires détenant 90 % ou plus du capital social sur lequel elle portait. Il convient de noter que les droits et obligations correspondants prennent naissance, en ce cas, par catégorie de titres (autrement dit, le retrait obligatoire est assujéti à la présentation d'offres distinctes par catégorie de titres, avec application du seuil déclencheur pour chacune).

Dans certains pays, le seuil déclencheur a été fixé par référence au pourcentage d'acceptation de l'offre (par catégorie de titres)

En ce qui concerne la contrepartie à proposer en cas de retrait obligatoire, les États membres se répartissent en trois groupes. Dans le premier, constitué par les États membres où le droit de racheter les participations minoritaires ne peut être exercé que si le seuil fixé par référence au capital/aux droits de vote détenu(s) a été atteint par voie d'offre publique, la contrepartie ne peut, en règle générale, être inférieure à celle proposée dans le cadre de cette offre.

Lorsqu'existe un lien direct entre retrait obligatoire et offre publique, la contrepartie ne peut, en général, être inférieure à celle proposée lors de l'offre

Dans le second groupe, formé par les États membres où le retrait obligatoire devient possible dès lors que le seuil fixé par référence au capital/aux droits de vote détenu(s) a été atteint, par voie d'OPA ou autrement, la contrepartie à offrir est, le plus souvent, déterminée par des experts nommés à cette fin par un tribunal²⁶. Les critères que doivent appliquer ces experts ne sont pas nécessairement inscrits dans la législation. Certains États membres reconnaissent toutefois que, si le retrait obligatoire fait suite à une offre publique, la contrepartie proposée à l'occasion de cette offre doit être dûment prise en considération, très souvent comme plancher.

Lorsqu'existe un lien indirect entre retrait obligatoire et offre publique, la contrepartie est normalement déterminée par des experts (le prix proposé lors de l'offre servant de référence)

Dans le troisième groupe d'États membres, où le seuil déclencheur correspond à un pourcentage d'acceptation de l'offre, l'actionnaire majoritaire a normalement le droit d'acquérir les derniers titres d'une catégorie donnée, aux conditions de l'offre faite sur cette catégorie, selon l'hypothèse, réfutable, que ces conditions étaient équitables, puisque le seuil d'acceptation a été atteint. S'il peut démontrer que tel n'était pas le cas, un actionnaire minoritaire est toutefois en droit d'exiger une nouvelle évaluation, sous l'égide d'un tribunal.

Lorsque le retrait obligatoire dépend du pourcentage d'acceptation de l'offre, le prix proposé lors de cette offre est réputé équitable

²⁶

Dans un État membre, la contrepartie à offrir est déterminée par l'actionnaire majoritaire, sur la base d'une analyse multicritères ainsi qu'à partir d'une enquête et d'un rapport d'expertise (l'expert désigné par l'actionnaire majoritaire doit, à cet égard, obtenir l'aval du régulateur du marché des valeurs mobilières).

2.2. Rachat obligatoire

a) Au niveau communautaire

Aucun instrument du droit européen des sociétés ne régit le rachat obligatoire.

Le rachat obligatoire n'est pas réglementé au niveau communautaire

La troisième directive du Conseil relative aux fusions²⁷ autorise les États membres à prévoir des dérogations à certaines de ses dispositions dans le cas d'une fusion réalisée par une société détenant 90 % ou plus (mais pas la totalité) des actions d'une autre société, dès lors que les actionnaires minoritaires de la société absorbée peuvent faire acquérir leurs actions par la société absorbante, en obtenant une contrepartie correspondant à la valeur de leurs titres. Néanmoins, ce dispositif, qui, de toute façon, ne s'applique pas à l'acquisition d'une entreprise par voie d'offre publique, diffère du rachat obligatoire en ceci qu'il dépend de la décision de la société absorbante de procéder à une fusion selon une procédure simplifiée.

La procédure simplifiée de fusion par acquisition prévue par la 3e directive diffère du rachat obligatoire

Une forme de rachat obligatoire était prévue dans le projet de neuvième directive relative aux entreprises liées: son article 39 aurait, en effet, permis aux actionnaires minoritaires d'une société anonyme d'exiger de l'entreprise ayant acquis, directement ou indirectement, 90 % ou plus du capital de cette SA qu'elle rachète leurs titres.

Une forme de rachat obligatoire était prévue dans le projet de 9e directive

Enfin, la directive sur les offres publiques d'acquisition ne contient aucune disposition sur le rachat obligatoire.

Mais aucune disposition dans la directive OPA

Comme dans le cas du retrait obligatoire, le droit communautaire ne se prononçant pas, les États membres sont libres de décider s'il convient d'ancrer le dispositif du rachat obligatoire dans leur législation nationale et, le cas échéant, à quelles conditions.

Le rachat obligatoire reste donc une question de droit national

²⁷ Articles 27 et 28 de la troisième directive 78/855/CEE du Conseil, du 9 octobre 1978, fondée sur l'article 54, paragraphe 3, sous g), du traité et concernant les fusions des sociétés anonymes.

b) Des régimes nationaux très divers

Environ la moitié des États membres accorde aux actionnaires minoritaires le droit de contraindre l'actionnaire majoritaire à racheter leurs participations²⁸. Là encore, les conditions d'exercice de ce droit varient beaucoup, sur les mêmes points que ceux évoqués précédemment à propos du retrait obligatoire.

Le rachat obligatoire existe dans 50 % des États membres environ, mais selon des régimes très divers

Dans un petit nombre de pays de l'Union seulement, le rachat obligatoire concerne toutes les sociétés à responsabilité limitée. Dans l'un d'entre eux, ce droit n'existe que pour les sociétés dont les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé. La plupart des États membres qui l'octroient le réservent toutefois aux sociétés anonymes. Quelques-uns limitent encore son exercice aux sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé (ou aux sociétés ayant fait appel public à l'épargne).

En général, il concerne seulement les sociétés par actions (cotées)

Dans un nombre restreint d'États membres, le rachat obligatoire ne peut avoir lieu que lorsque le seuil déclencheur a été atteint par voie d'offre publique. Dans la plupart des pays où il est accordé, il l'est toutefois de manière générale, indépendamment de la façon d'atteindre ce seuil. Cependant, quelques-uns ont en outre édicté des règles spécifiques pour le cas où le rachat obligatoire fait suite à une OPA.

Dans certains États membres, il est lié, directement ou indirectement, à la présentation d'une OPA

Le seuil déclenchant le rachat obligatoire s'échelonne entre 90 % et 95 % dans tous les États membres, à une exception près (constituée par l'État membre où ce droit est réservé aux sociétés à responsabilité limitée non cotées et où il n'est assujéti à aucun seuil déclencheur, mais à la présence de raisons suffisantes, telles qu'un conflit d'intérêts, à soumettre à un tribunal)²⁹.

La plupart ont opté pour un seuil déclencheur situé dans une fourchette de 90 % à 95 %

Dans la plupart des États membres, le seuil déclencheur a été fixé par référence au capital et/ou aux droits de vote détenu(s). La majorité des pays applique ces critères sur une base cumulative; un seul, de façon alternative. Quelques États membres ont déterminé le seuil déclencheur par unique référence au capital détenu, tandis qu'un autre l'a établi par unique référence au nombre d'actions ordinaires (avec droit de vote) détenues.

Référence est généralement faite au capital et/ou aux droits de vote détenu(s)

²⁸ Il convient ici de noter que le groupe a délibérément restreint son champ d'étude aux régimes nationaux prévoyant un rachat obligatoire dans des circonstances normales. Ainsi, le présent rapport ne traite pas des droits spéciaux octroyés à cet égard par la législation de plusieurs États membres dans des cas particuliers (par exemple, lorsqu'un ou plusieurs actionnaires ont formé un recours au motif d'abus, c'est-à-dire de conduite biaisée des affaires de la société, par ceux qui la contrôlent, auquel cas la solution la plus fréquente est le rachat, imposé par voie judiciaire, des titres de cet ou de ces actionnaires par l'actionnaire majoritaire, voire la société elle-même).

²⁹ De nombreux États membres prévoient des recours similaires en cas d'abus.

Dans certains des États membres où le rachat obligatoire ne peut être demandé que si le seuil déclencheur a été atteint par voie d'offre publique, les droits et obligations correspondants prennent naissance par catégorie de titres (en d'autres termes, l'exercice de ce droit est subordonné à la présentation d'offres distinctes par catégorie de titres, avec application du seuil déclencheur pour chacune).

Lorsqu'existe un lien direct entre rachat obligatoire et OPA, les droits et obligations correspondants valent parfois par catégorie de titres

Pour ce qui est de la contrepartie, les actionnaires minoritaires, dans certains États membres, ont le droit de vendre les titres d'une catégorie donnée aux mêmes conditions que celles proposées lors de l'offre faite sur cette catégorie (selon l'hypothèse, réfutable, que ces conditions étaient équitables puisque l'offrant, de par son offre, en est venu à détenir plus de 90 % du capital social libellé dans la catégorie de titres considérée. Chaque partie peut toutefois saisir un tribunal d'une demande de nouvelle évaluation). Dans les autres États membres où le rachat obligatoire existe, la contrepartie à offrir est, le plus souvent, déterminée par des experts nommés à cette fin par un tribunal; il arrive aussi qu'elle le soit par le régulateur du marché des valeurs mobilières ou sous son contrôle. Un petit nombre de ces États membres prévoit en outre que, si le rachat obligatoire fait suite à une offre publique, la contrepartie proposée dans le cadre de cette offre doit être dûment prise en considération.

La contrepartie à offrir peut dépendre, directement ou indirectement, des conditions proposées lors de l'OPA

3. ARGUMENTS EN FAVEUR DU RETRAIT ET DU RACHAT OBLIGATOIRES – LA NECESSITE D'UNE HARMONISATION

3.1. Pourquoi le retrait obligatoire se justifie

a) Un faisceau de raisons

Le Groupe estime que le droit, octroyé à un actionnaire majoritaire, de racheter les participations minoritaires détenues dans la société qu'il a acquise par voie d'offre publique se justifie à plusieurs égards:

Raisons justifiant le retrait obligatoire:

- la persistance de participations minoritaires après une OPA génère, pour lui, divers coûts réels et d'opportunité ainsi que des risques:

Les participations minoritaires génèrent coûts et risques du fait:

(i) il doit tout d'abord supporter les coûts inhérents à l'impossibilité d'intégrer pleinement la société absorbée dans son groupe, en termes d'activités, d'organisation, d'allocation des actifs et de structure financière. Le maintien d'actionnaires minoritaires l'empêche ainsi de gérer efficacement cette société comme partie intégrante du groupe et, partant, limite les avantages potentiels de l'offre publique d'acquisition;

- de l'impossibilité de pleinement intégrer la société absorbée dans le groupe

(ii) il doit encore supporter les coûts directement générés par le maintien de l'infrastructure nécessaire à la tenue d'assemblées

- des coûts liés aux droits dont jouissent les minoritaires

générales des actionnaires (convocation, local, publicité...), en vue de permettre aux minoritaires de s'exprimer, ainsi que les coûts liés à l'exercice d'autres droits dont ceux-ci jouissent (droit de convoquer une assemblée des actionnaires, demande d'information, introduction d'une plainte à l'encontre de la société ou de ses dirigeants...);

(iii) il court enfin le risque que les actionnaires minoritaires fassent de leurs droits une exploitation abusive, à la seule fin de lui occasionner coûts et tracas, de telle sorte qu'il accède à leurs désirs ou que le développement de son affaire en soit entravé ("hold-ups").

- du risque d'exploitation abusive de ces droits...

Les coûts et les risques ci-dessus sont liés aux droits octroyés aux actionnaires minoritaires demeurant après une offre publique d'acquisition. En termes d'intérêt public, l'importance accordée à la protection de ces droits devient démesurée, dès lors que les participations minoritaires post-OPA s'établissent à un très faible niveau;

... qui peuvent devenir disproportionnés

- sans dispositif de retrait obligatoire, l'offre publique d'acquisition devient donc moins intéressante pour les offrants potentiels, ce qui réduit d'autant la probabilité d'offres volontaires et l'éventail de circonstances dans lesquelles ces offres apparaissent rentables. Parallèlement, le retrait obligatoire peut être considéré comme le pendant de l'offre obligatoire;

Le rachat obligatoire rend l'offre publique plus attrayante pour les offrants potentiels

- dans certains États membres, il existe des procédures de radiation de la cote qui, dans leurs effets, peuvent s'apparenter au rachat obligatoire. De telles procédures prévoient généralement l'obligation, pour l'actionnaire majoritaire, de faire une offre sur les dernières participations minoritaires, avec la charge financière et administrative que supposent la publicité et les retards y afférents. Lorsque l'actionnaire majoritaire vient de réaliser une OPA, elles sont toutefois inopérantes en ceci qu'elle ne lui garantissent pas le transfert des titres des actionnaires minoritaires. À cet égard, le rachat obligatoire constitue un outil plus efficace.

C'est aussi un outil plus efficace que les procédures de radiation de la cote

b) Compatibilité avec les droits de propriété

La possibilité, offerte à une partie, de revendiquer l'achat des titres de propriété d'une autre partie s'inscrit clairement en violation des droits acquis de cette dernière. Le Groupe considère donc qu'une telle possibilité ne se justifie que dans des circonstances exceptionnelles, et sous réserve de garanties suffisantes.

La violation de droits acquis ne peut se justifier que dans des circonstances exceptionnelles

Le Groupe note que les droits de propriété sont ancrés dans la constitution de la plupart des États membres ainsi que dans la Convention européenne des droits de l'homme. La protection offerte par les dispositions applicables est telle qu'une personne ne peut être privée d'un bien qu'elle possède que pour des motifs d'intérêt public, et à condition qu'une compensation adéquate lui soit offerte.

Les droits de propriété sont protégés aux niveaux national et international

À cet égard, divers tribunaux nationaux³⁰ ont établi que le retrait obligatoire n'était pas incompatible avec ces dispositions protectrices, dans la mesure où il ne servait pas exclusivement des intérêts privés. De fait, il existe un intérêt général à ce que, d'une part, les sociétés soient gérées de manière efficace et, d'autre part, les marchés financiers restent suffisamment liquides. Pour autant que le retrait obligatoire soit réservé au cas où l'actionnariat minoritaire est relativement réduit et se voit offrir une compensation ad hoc, l'utilisation de cet outil au service de l'intérêt général susmentionné semble approprié.

Divers tribunaux ont établi que le retrait obligatoire n'était pas incompatible avec une telle protection

3.2. Pourquoi le rachat obligatoire se justifie

Le Groupe est d'avis que le droit des actionnaires minoritaires de contraindre l'actionnaire majoritaire à racheter leurs participations à la suite d'une offre publique d'acquisition se justifie à plusieurs égards:

Raisons justifiant le rachat obligatoire:

- après une OPA, l'actionnaire majoritaire peut être tenté d'abuser de sa position dominante, par exemple: en amenant la société rachetée à conclure, à des conditions incompatibles avec le marché, des transactions avec des parties liées; en changeant sa politique d'affectation du dividende; en modifiant sa stratégie en fonction des objectifs, plus larges, du groupe qu'il contrôle, etc. Dans certains États membres, les actionnaires minoritaires se voient en outre dépossédés des droits légaux les protégeant de tels abus, dès lors que leurs participations tombent au-dessous d'un certain niveau. Le Groupe pense ainsi que, dans la plupart des États membres, sinon dans tous, il est fréquent que les minoritaires se heurtent à des difficultés considérables pour faire valoir leurs intérêts;

- un risque d'abus de position dominante par l'actionnaire majoritaire

- le fait qu'au-dessous d'un certain niveau, les minoritaires ne sont plus protégés

- lorsque le marché est devenu trop peu liquide à la suite d'une offre publique d'acquisition, les actionnaires minoritaires ne peuvent obtenir de contrepartie adéquate en se contentant d'y vendre leurs titres;

- la difficulté d'obtenir un prix équitable sur un marché devenu trop peu liquide

³⁰

Cf. par exemple:

- décision de la Cour suprême allemande, du 7 août 1962, Feldmühle.
- décision de la Cour de cassation française, du 29 avril 1997, Association de défense des actionnaires minoritaires et autres contre Société Générale et autres, Recueil Dalloz 1998, pages 334 à 338.
- décision de la Cour suprême allemande, du 27 avril 1999, DAT/Altana.
- décision de la Cour suprême allemande, du 23 août 2000, Moto Meter.

- le rachat obligatoire constitue un bon moyen d'alléger la pression incitant les actionnaires à céder leurs titres dans le cadre d'une offre publique d'acquisition. Dans les consultations organisées par le Groupe, certains ont argué que rien ne justifiait l'octroi d'un tel droit à la suite d'une OPA, étant donné que les minoritaires avaient la possibilité de vendre au moment de l'offre. Le Groupe ne partage pas cette opinion. Il considère, en effet, que les minoritaires peuvent avoir de bonnes raisons de ne pas vendre à ce moment-là (prix non attrayant, perspectives prometteuses pour la société...), mais qu'ils ne doivent pas moins avoir le droit de changer d'avis une fois connue l'issue de l'offre. Une règle selon laquelle la contrepartie offerte en cas de rachat obligatoire ne peut normalement être plus élevée que celle proposée lors de l'offre contribuerait à prévenir les comportements purement spéculatifs;

Le rachat obligatoire constitue un bon moyen d'alléger la pression incitant à vendre lors d'une OPA

- le dispositif du rachat obligatoire doit être envisagé comme un pendant équitable à celui du retrait obligatoire, propre à réduire le caractère éventuellement excessif de ce dernier.

Un pendant équitable au retrait obligatoire

Une autre opinion exprimée au cours des consultations organisées par le Groupe voulait qu'en permettant aux actionnaires minoritaires de faire jouer le rachat obligatoire, on ferait supporter une charge financière indûment lourde à l'actionnaire majoritaire. Le Groupe rejette cette opinion. Il considère, au contraire, que des raisons justifient l'octroi d'un tel droit à la suite d'une offre publique d'acquisition, c'est-à-dire une offre générale portant sur toutes les actions de la société. De fait, l'actionnaire majoritaire ne se voit ainsi pas contraint d'acheter plus qu'il n'était disposé ou obligé à le faire au moment où il a lancé son offre.

Le rachat obligatoire ne fait pas supporter une charge financière excessive à l'actionnaire majoritaire

3.3. La nécessité d'une harmonisation

Au regard des arguments plaçant en faveur du retrait et du rachat obligatoires post-OPA, le Groupe estime que les droits y afférents doivent être octroyés sur une base harmonisée dans l'ensemble de l'Union: dans tous les États membres, les sociétés doivent pouvoir se fonder sur un socle commun de règles minimales leur permettant de consolider leur contrôle et de procéder à une restructuration industrielle, et les détenteurs de titres doivent pouvoir bénéficier d'une protection adéquate à des conditions partout analogues.

Retrait et rachat obligatoires à la suite d'une OPA doivent être possibles dans tous les États membres

Le Groupe considère également qu'une initiative communautaire est, à cet égard, nécessaire si l'on veut garantir la généralisation du retrait et du rachat obligatoires à la suite d'une OPA dans toute l'Union et harmoniser les conditions dans lesquelles ces droits peuvent être exercés.

À cet égard, une initiative communautaire est nécessaire

Le droit de l'actionnaire majoritaire de racheter les participations minoritaires peut être considéré comme une compensation à la règle de l'offre obligatoire prévue par la directive. L'inexistence d'un tel droit dans certains États membres est un obstacle à la présentation d'offres volontaires; *a contrario*, son octroi favorise le lancement d'offres générales. Aussi l'instauration, dans tous les États membres, d'un dispositif harmonisé de retrait obligatoire devrait-elle favoriser le développement d'un marché européen efficient pour le contrôle des sociétés.

Le retrait obligatoire fait pendant à l'offre obligatoire et favorise le développement d'un marché efficient pour le contrôle des sociétés

En contrepartie du retrait obligatoire, il conviendrait d'introduire un dispositif de rachat obligatoire à des conditions similaires dans l'ensemble de l'Union. Des règles transparentes et uniformes de protection des investisseurs devraient, en effet, contribuer à renforcer la confiance qu'ont ceux-ci dans les marchés financiers et, partant, augmenter la liquidité de ces marchés.

Le rachat obligatoire, qui contrebalance le retrait obligatoire, renforce la confiance des investisseurs

Enfin, le Groupe ne s'est pas interrogé sur la question de savoir si des raisons similaires à celles évoquées ci-dessus pouvaient justifier l'instauration de dispositifs de retrait et de rachat obligatoires autrement que lorsque les seuils déclencheurs applicables ont été atteints par voie d'offre publique d'acquisition. Il étudiera cette question dans le cadre du second volet de son mandat et en tirera les conclusions qui s'imposent dans le rapport correspondant.

Le Groupe étudiera l'opportunité du retrait et du rachat obligatoires "hors OPA" dans son second rapport

4. ÉLÉMENTS À INCLURE DANS UNE APPROCHE EUROPÉENNE

Une approche européenne du retrait et du rachat obligatoires post-OPA doit cibler deux questions: la définition des seuils déclencheurs applicables et la contrepartie à offrir en ce cas. Sur ces deux points, il conviendrait d'adopter des règles harmonisées dans l'ensemble de l'Union, tout en laissant aux États membres une liberté suffisante pour prendre en considération les particularités de leur droit des sociétés et de leur marché financier.

Il faudrait adopter des règles unifiées sur le seuil déclencheur et la contrepartie, tout en laissant aux États membres une certaine liberté

4.1. Retrait obligatoire

a) Définition du seuil déclencheur: quels critères appliquer

Le Groupe considère que les États membres devraient pouvoir fixer le seuil déclenchant le retrait obligatoire par référence au capital détenu par l'actionnaire majoritaire (ou toute personne agissant de concert avec lui) à la suite de l'OPA, et ce, dans une fourchette de 90 % à 95 %. Une telle fourchette laisse, en effet, une marge de manœuvre suffisante pour tenir compte des particularités du marché

Les États membres doivent pouvoir fixer le seuil déclencheur par référence au capital détenu, dans une

financier national (un État membre où des titres représentant seulement 10 % du capital d'une société peuvent être admis à la négociation sur un marché réglementé pourrait, par exemple, vouloir fixer un seuil supérieur à 90 %).

fourchette de 90 % à 95 %

D'un côté, le minimum de 90 % semble approprié au regard de la nécessité de contenir dans des limites raisonnables toute interférence avec le droit de propriété. D'un autre côté, le maximum de 95 % se justifie du fait de la difficulté concrète d'acquérir une participation supérieure au moyen d'une OPA, en raison de la présence, dans la plupart des sociétés, d'actionnaires dont on perdu la trace, voire d'une minorité "rétive" refusant de vendre même dans de bonnes conditions.

Pourquoi cette fourchette se justifie

Le Groupe est parvenu à la conclusion que les États membres devaient aussi avoir le droit de fixer le seuil déclencheur par référence au pourcentage d'acceptation de l'offre. Selon cette solution, l'offre doit avoir été acceptée par des actionnaires détenant 90 % ou plus du capital social sur lequel elle portait. Les États membres qui la choisiraient devraient, en outre, concevoir des règles appropriées afférentes à la position de l'offrant au moment du lancement de l'OPA, afin de déterminer quels titres exclure du calcul des 90 % requis.

Alternativement, les pays de l'UE devraient pouvoir fixer le seuil déclencheur par référence au pourcentage d'acceptation de l'offre (à 90 %)

Le Groupe reconnaît que ces deux options produisent des résultats différents, en fonction de la participation initialement détenue par l'offrant. Comparée à la règle d'une participation minimale de 90 %, celle du pourcentage d'acceptation de l'offre est toujours plus contraignante pour l'offrant; comparée à la règle d'une participation minimale de 95 %, elle ne l'est que lorsque l'offrant détenait initialement une participation supérieure à 50 %. Par ailleurs, cette seconde règle permet d'adapter la protection offerte aux minoritaires, au fur et à mesure que leurs participations diminuent (ce qui constitue également une incitation à présenter tôt une offre générale) et constitue une base d'appréciation solide, qui rend superflu le recours à de lourdes procédures d'évaluation.

La règle du pourcentage du capital et celle du pourcentage d'acceptation de l'offre produisent des résultats différents et présentent aussi des avantages différents

Le Groupe est enfin d'avis que, lorsque les minoritaires détiennent des titres de différentes catégories, le retrait obligatoire doit s'appliquer catégorie par catégorie, quelle que soit, des deux options évoquées précédemment, celle retenue au niveau national. En d'autres termes, le retrait obligatoire ne peut intervenir que dans chaque catégorie où, par voie d'offre publique faite sur cette catégorie, le seuil déclencheur applicable, défini par référence au capital détenu dans ladite catégorie ou au pourcentage d'acceptation de l'offre susmentionnée, a été atteint. Cette approche offre le grand avantage de rendre possible une application proportionnelle du retrait obligatoire, dans l'intérêt aussi bien de l'actionnaire majoritaire (qui n'a pas à atteindre le seuil applicable pour l'ensemble de la société s'il

Lorsqu'existent différentes catégories de titres, il convient d'appliquer le retrait obligatoire par catégorie, afin de garantir sa proportionnalité

veut évincer les actionnaires minoritaires détenant des titres d'une catégorie particulière) que de ces derniers (qui ne peuvent être évincés si le seuil déclencheur n'a pas été atteint dans la catégorie considérée).

b) La contrepartie à proposer

De l'avis du Groupe, quelle que soit l'option choisie pour définir le seuil déclencheur (par référence au capital détenu ou au pourcentage d'acceptation de l'offre), il conviendrait que le prix proposé lors de l'OPA soit réputé équitable pour les titres détenus par les minoritaires, dès lors que cette offre a été acceptée par des actionnaires détenant 90 % ou plus du capital social sur lequel elle portait - mais ce, à condition que le retrait obligatoire ait été demandé dans un certain délai suivant l'offre. Selon le Groupe, ce délai devrait être fixé par les États membres dans une fourchette de trois à six mois, sous réserve d'ajustements à discuter avec des experts du marché. L'hypothèse selon laquelle le prix proposé lors de l'offre est équitable devrait toutefois être réfutable, en ce sens que, dans des circonstances particulières, elle pourrait être contestée devant un tribunal ou devant l'autorité de contrôle des OPA.

Le prix proposé lors de l'OPA doit être réputé équitable pour le retrait obligatoire, dès lors que l'offre a été acceptée par 90 % des actionnaires concernés

Le Groupe estime par ailleurs que, lorsqu'une offre obligatoire a été présentée, le prix proposé à cette occasion doit être réputé équitable pour un retrait obligatoire subséquent, même si l'offre en question n'a été acceptée que par des actionnaires détenant moins de 90 % du capital social sur lequel elle portait, puisque, de toute façon, le prix proposé lors d'une offre obligatoire doit être équitable. Cette hypothèse doit, là encore, être assujettie à une limite temporelle et être réfutable dans des circonstances particulières.

Même si cette hypothèse n'est pas remplie, en cas d'offre obligatoire, le prix alors proposé doit être réputé équitable pour le retrait obligatoire

Dans toute autre situation (c'est-à-dire lorsque le pourcentage d'acceptation de 90 % n'a pas été atteint, ou en l'absence d'offre obligatoire, ou lorsque le délai susmentionné a expiré), le Groupe recommande que la contrepartie à offrir soit déterminée par un ou des experts nommés à cette fin par un tribunal ou l'autorité de contrôle des OPA.

Dans toute autre situation, la contrepartie à offrir doit être déterminée par un ou des experts

Pour ce qui est de la nature de cette contrepartie, le Groupe estime que les actionnaires qui ont refusé l'offre ne doivent pas être moins bien traités que ceux qui l'ont acceptée d'emblée. Par conséquent, si des espèces ont été proposées lors de l'offre (exclusivement ou à titre d'alternative), elles doivent l'être également, sur la même base, lors du retrait obligatoire.

Si, lors de l'OPA, des espèces ont été proposées (exclusivement ou à titre d'alternative), elles doivent l'être également lors du retrait obligatoire

4.2. Rachat obligatoire

a) Définition du seuil déclencheur: quels critères appliquer

Le Groupe considère que les États membres devraient avoir la possibilité de définir le seuil déclenchant le rachat obligatoire par référence au capital détenu par l'actionnaire majoritaire (ou toute personne agissant de concert avec lui) à la suite de l'OPA, et ce, dans une fourchette de 90 % à 95 %. Là encore, une telle fourchette laisserait aux États membres une marge de manœuvre suffisante pour tenir compte des particularités de leur marché financier. De l'avis du Groupe, il ne serait toutefois pas approprié de définir le seuil déclencheur par référence au pourcentage d'acceptation de l'offre, car cela serait indûment préjudiciable aux intérêts des actionnaires minoritaires.

Les États membres doivent pouvoir fixer le seuil déclencheur par référence au capital détenu, dans une fourchette de 90 % à 95 %

Le Groupe estime par ailleurs que, lorsque les minoritaires détiennent des titres de différentes catégories, le rachat obligatoire doit s'appliquer catégorie par catégorie. En d'autres termes, il ne peut intervenir que dans chaque catégorie où, par voie d'offre publique faite sur cette catégorie, le seuil déclencheur applicable, défini par référence au capital détenu dans ladite catégorie, a été atteint. Cette approche offre le grand avantage de rendre possible une application proportionnelle de ce dispositif, dans l'intérêt aussi bien des actionnaires minoritaires (qui peuvent exercer leur droit dès que le seuil applicable dans la catégorie des titres qu'ils détiennent a été atteint) que du majoritaire (qui n'est pas obligé de racheter les participations minoritaires dans une catégorie donnée, tant que le seuil applicable n'y a pas été atteint).

Lorsqu'existent différentes catégories de titres, il convient d'appliquer le rachat obligatoire par catégorie, afin de garantir sa proportionnalité

De l'avis du Groupe, il apparaît nécessaire que les États membres adoptent des dispositions garantissant:

- l'exclusion de toute possibilité de rachat obligatoire lorsque le seuil applicable n'a été atteint que de façon temporaire;
- la mise en place d'une procédure ad hoc qui assure un traitement équitable de tous les actionnaires minoritaires à partir du moment où l'un d'eux a décidé d'exercer son droit de sortie à la suite d'une OPA, et qui évite les lourdeurs que suppose la présentation de demandes multiples en ce sens.

Les États membres devraient adopter des dispositions régissant les situations temporaires et assurant un traitement coordonné de tous les actionnaires minoritaires

b) La contrepartie à proposer

Le Groupe recommande que l'on suive mutatis mutandis les propositions faites ci-dessus à cet égard pour le retrait obligatoire.

La contrepartie doit être réglée de la même manière que pour le retrait obligatoire

En résumé, le Groupe estime qu'étant donné les arguments plaidant en faveur de dispositifs de retrait et de rachat obligatoires à la suite d'une OPA, une initiative communautaire s'impose pour garantir leur généralisation dans tous les États membres. En ce qui concerne aussi bien la définition du seuil déclencheur applicable que la détermination de la contrepartie à offrir, il conviendrait d'adopter des règles harmonisées dans l'ensemble de l'Union, tout en laissant aux États membres une marge de manœuvre suffisante pour tenir adéquatement compte des particularités de leur droit des sociétés comme de leur marché financier.

Le Groupe considère que les États membres devraient avoir la possibilité de fixer le seuil déclenchant le retrait obligatoire par référence au capital détenu (entre 90 % et 95 %) ou bien par référence au pourcentage d'acceptation de l'offre (90 %). Quelle que soit l'option choisie au niveau national, dans la situation où des titres de différentes catégories seraient détenus par des minoritaires après l'offre, il conviendrait que le retrait obligatoire s'applique catégorie par catégorie.

En ce qui concerne la contrepartie à offrir en cas de retrait obligatoire, le Groupe estime que le prix proposé au moment de l'offre publique devrait être réputé équitable dès lors que cette offre a été acceptée par des actionnaires détenant 90 % ou plus du capital social sur lequel elle portait. En cas d'offre obligatoire, toutefois, le prix proposé à cette occasion devrait être réputé équitable même si la condition précédente n'est pas remplie. En toute autre situation, il conviendrait que la contrepartie à offrir soit déterminée par un ou des experts. Si des espèces ont été proposées, exclusivement ou comme alternative, dans le cadre de l'offre, elles devraient l'être également lors du retrait obligatoire.

Le Groupe est d'avis que les États membres devraient fixer le seuil déclenchant le rachat obligatoire par référence au capital détenu (dans une fourchette de 90 % à 95 %). Dans la situation où des titres de différentes catégories seraient détenus par des minoritaires après l'offre, il conviendrait que le rachat obligatoire s'applique catégorie par catégorie.

Pour ce qui est de la contrepartie exigible en cas de rachat obligatoire, le Groupe recommande que l'on suive mutatis mutandis les propositions faites ci-dessus à cet égard pour le retrait obligatoire.

En résumé:
Des dispositifs harmonisés de retrait et de rachat obligatoires à la suite d'une OPA devraient être introduits dans l'ensemble de l'UE

Deux options pour définir le seuil déclenchant le retrait obligatoire

Contrepartie lors du retrait obligatoire: se référer au prix proposé lors de l'OPA lorsqu'il est pertinent

Le seuil déclenchant le rachat obligatoire devrait être défini par rapport au capital détenu

Contrepartie lors du rachat obligatoire: approche similaire à celle retenue ci-dessus

ANNEXE 1

MANDAT DU GROUPE DE HAUT NIVEAU D'EXPERTS EN DROIT DES SOCIÉTÉS

COMMUNIQUÉ DE PRESSE DU 4 SEPTEMBRE 2001

Droit des sociétés: la Commission crée un Groupe d'experts de haut niveau

La Commission européenne a institué un Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, qui l'aidera à élaborer une nouvelle proposition de directive sur la conduite des offres publiques d'acquisition (OPA) ainsi qu'à définir de nouvelles priorités pour le développement du droit des sociétés dans l'Union européenne. Ce Groupe se compose de sept membres, choisis pour leur compétence en droit des sociétés et, conformément au souhait de la Commission, pour leur grande expérience des systèmes juridiques et économiques nationaux. Sa première réunion se tiendra le 11 septembre, et il devrait rendre, avant la fin de l'année 2001, un premier rapport contenant ses recommandations à la Commission quant aux règles à appliquer aux OPA, puis d'ici à la mi-2002, un rapport final traitant plus généralement de l'évolution du droit européen des sociétés.

Commentant la constitution du Groupe de haut niveau, Frits Bolkestein, membre de la Commission européenne chargé du marché intérieur, a déclaré: "Ce Groupe a été mis en place parce que la Commission souhaitait recueillir un avis indépendant et bien informé d'experts européens de premier plan, tout d'abord, sur les règles paneuropéennes à adopter en matière d'OPA, puis sur les priorités à retenir pour la modernisation du droit européen des sociétés. Un jeu de règles précises, applicables dans l'ensemble de l'Union pour la conduite des OPA, devrait bénéficier aux sociétés comme aux actionnaires européens - notamment aux actionnaires minoritaires - en clarifiant leurs droits et obligations respectives. Cela irait également dans le sens de l'objectif, fixé au Conseil européen de Lisbonne, d'une restructuration de l'économie européenne visant à faire de l'Union européenne la zone économique la plus compétitive au monde d'ici à 2010. Le rejet par le Parlement européen, le 4 juillet 2001, de la dernière proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition était très décevant. La création du Groupe de haut niveau démontre toutefois que la Commission est déterminée à présenter, le plus tôt possible en 2002, une nouvelle proposition reflétant l'éventail de vues le plus large."

Le Groupe se compose des personnes suivantes:

- Président: Jaap WINTER, professeur à l'université Erasmus de Rotterdam et conseiller juridique chez UNILEVER, Pays-Bas;
- José Maria GARRIDO GARCIA, professeur à l'université de Castille-La Manche, Espagne;
- Klaus J. HOPT, Geschäftsführender Direktor de l'Institut Max Planck, Allemagne;

- Jonathan RICKFORD, consultant auprès du ministère du commerce et de l'industrie, Royaume-Uni;
- Guido ROSSI, ancien président de la CONSOB (autorité de surveillance des marchés boursiers), Italie;
- Jan SCHANS CHRISTENSEN, professeur à l'université de Copenhague, Danemark;
- Joëlle SIMON, directeur des affaires juridiques, Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), France.

Le Groupe tiendra sa première réunion le 11 septembre 2001. Compte tenu des positions respectivement défendues par le Conseil des ministres de l'Union européenne et le Parlement européen au stade ultime des négociations sur la dernière proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition (cf. MEMO/01/255), le Groupe de haut niveau étudiera, dans un premier temps, les trois questions suivantes:

- Comment instaurer, dans l'ensemble de l'Union, des conditions garantissant l'égalité de traitement de tous les actionnaires en cas d'OPA?
- Comment définir le "prix équitable" à offrir aux actionnaires minoritaires?
- Serait-il opportun de permettre à un actionnaire majoritaire de racheter les participations minoritaires (selon un dispositif de "retrait obligatoire")?

Le Groupe présentera un rapport sur ces questions, contenant de possibles solutions, aux services de la Commission avant fin 2001.

Dans un second temps, le Groupe fournira des recommandations sur la forme à donner au cadre réglementaire régissant le droit européen des sociétés, afin qu'il soit à la fois suffisamment souple et moderne pour répondre aux besoins des sociétés, tout en prenant la pleine mesure des changements induits par les technologies de l'information. À cet égard, le Groupe étudiera les meilleures pratiques en vigueur dans les États membres (ainsi qu'aux États-Unis) et examinera une série de questions, parmi lesquelles:

- la création et le fonctionnement des sociétés et des groupes de sociétés, des coopératives et des mutuelles, y compris en ce qui concerne le gouvernement d'entreprise;
- les droits des actionnaires, notamment le droit de vote transfrontalier et les assemblées générales virtuelles;
- la restructuration des sociétés et leur mobilité (exemple: transfert du siège social);
- l'éventuelle nécessité de nouvelles formes juridiques (notamment une société privée européenne, qui intéresserait tout particulièrement les PME);
- la possible simplification des règles applicables aux sociétés, à la lumière du rapport SLIM sur la deuxième directive du 13 décembre 1976 relative à la constitution de la société anonyme et au maintien de son capital.

Le Groupe remettra un rapport final aux services de la Commission d'ici à la mi-2002.

ANNEXE 2

MÉTHODES DE TRAVAIL

DU GROUPE DE HAUT NIVEAU D'EXPERTS EN DROIT DES SOCIÉTÉS

Le Groupe a commencé ses travaux le 11 septembre 2001 et en a clos le premier volet avec la présentation de son rapport, le 10 janvier 2002, à Bruxelles.

En dépit d'un calendrier très serré, il a jugé essentiel de recueillir l'opinion de plusieurs institutions et organisations.

Il s'est ainsi présenté devant la commission juridique et du marché intérieur du Parlement européen, pour une audition qui a eu lieu le 5 novembre 2001.

Par ailleurs, il a convié, à des auditions confidentielles tenues à Bruxelles, des responsables de plusieurs organisations intéressées par la réglementation applicable aux offres publiques d'acquisition dans l'Union européenne. Le 5 novembre 2001, se sont ainsi déroulées quatre auditions, au cours desquelles des représentants des organisations suivantes ont pu s'exprimer:

- CES (Confédération européenne des syndicats)
- Euroshareholders
- FESE (Fédération européenne des bourses de valeurs)
- UNICE (Union des Confédérations de l'Industrie et des Employeurs d'Europe).

D'autres ont soumis des observations de leur propre initiative.

Un résumé des principales contributions fournies au Groupe, soit au cours des auditions, soit par écrit, est présenté à l'annexe 3.

Le rapport du Groupe est soumis à la Commission européenne et présenté à la presse le 10 janvier 2002 à Bruxelles.

ANNEXE 3

RÉSUMÉ DES OBSERVATIONS PRÉSENTÉES, AU COURS DES AUDITIONS OU AUTREMENT, AU GROUPE DE HAUT NIVEAU D'EXPERTS EN DROIT DES SOCIÉTÉS

En dépit d'un calendrier très serré, le Groupe a décidé de procéder à des auditions le 5 novembre 2001. Il a ainsi invité sept organisations représentant, au niveau européen, les parties les plus intéressées par une éventuelle directive sur les offres publiques d'acquisition. Quatre ont répondu positivement à cette invitation, à savoir: l'UNICE (Union des Confédérations de l'Industrie et des Employeurs d'Europe), la CES (Confédération Européenne des Syndicats), Euroshareholders et la FESE (Fédération européenne des bourses de valeurs). Les observations qu'elles ont présentées sont résumées ci-après.

1. RETRAIT OBLIGATOIRE

Il a été reconnu qu'une procédure commune de retrait obligatoire contribuerait à faciliter la restructuration des sociétés. Selon les participants aux auditions, il convenait toutefois de trouver un juste équilibre entre deux nécessités: garantir un traitement équitable des actionnaires minoritaires et ne pas compromettre la compétitivité du marché européen des capitaux. Toute directive concernant les offres publiques d'acquisition devrait ainsi permettre à un actionnaire majoritaire ayant atteint un seuil de participation suffisamment élevé (soit de 90 % à 95 % du capital social) de racheter les derniers titres encore aux mains de minoritaires, et ce, à un prix prédéfini.

Aux fins de cet équilibre, la majorité des participants s'est également montrée favorable à l'instauration du droit, pour des actionnaires minoritaires, de contraindre l'actionnaire majoritaire à racheter leurs titres.

La proposition suivante a notamment été avancée: (i) adoption d'une procédure déclenchant automatiquement le retrait obligatoire dès que, par exemple, une majorité de deux tiers des actionnaires, ne comprenant pas l'actionnaire prédominant, décide d'engager le rachat obligatoire, et (ii) fixation obligatoire d'un prix équitable.

2. PRIX ÉQUITABLE

Il a été convenu que la définition du prix équitable à payer dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, et plus encore s'il s'agit d'une offre obligatoire, revêtait la plus haute importance. Selon les participants, un tel prix devrait à la fois garantir un traitement équitable des actionnaires minoritaires et ne pas compromettre la compétitivité du marché européen des capitaux. De plus, il devrait être fondé sur le principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires ou, au minimum, de tous les actionnaires détenant des titres de même catégorie. Un consensus semble s'être fait sur le prix le plus élevé payé par l'offrant au cours d'une période donnée (à préciser dans la directive), sous réserve de modifications décidées par les autorités compétentes dans des circonstances particulières.

Les participants ont, en outre, formulé les exigences suivantes: (i) fourniture d'une information suffisante pour permettre une évaluation adéquate du prix proposé, (ii) possibilité, pour les actionnaires, de demander l'avis d'une institution indépendante sur

ce prix, (iii) prise en considération appropriée de la négociabilité des titres offerts en contrepartie.

3. EGALITE DES CONDITIONS DE JEU

D'un côté, il y a eu accord général sur le fait: (i) que la décision de vendre ou non une société appartenait, par essence, à ses détenteurs, c'est-à-dire aux actionnaires, et non à la direction de la société concernée, (ii) qu'il était nécessaire d'assurer l'égalité des conditions de jeu pour tous les actionnaires établis dans l'UE, sachant qu'une directive sur les OPA contribuerait, de manière décisive, à réaliser cet objectif.

D'un autre côté, les participants se sont montrés divisés sur le fond du problème. Certains ont suggéré qu'il ne fallait pas uniquement mettre l'accent sur la législation applicable aux offres publiques d'acquisition, mais aussi sur le droit des sociétés en vigueur. D'autres ont proposé de réduire les obstacles aux OPA existants à un strict minimum et de prescrire le principe "une action/un vote". D'autres encore étaient favorables à des exigences de publicité afférentes à ces obstacles, plutôt qu'à leur suppression.

Des propositions ont été faites dans le sens (i) d'une coordination des règles applicables aux OPA avec les exigences de publicité en vigueur et (ii) de l'examen de la possibilité d'une égalité des conditions de jeu entre les États-Unis et l'Union européenne.

4. AUTRES SUJETS ABORDES

D'autres propositions ont été soumises au Groupe:

(i) introduction d'un seuil commun pour le lancement d'une offre obligatoire, la préférence étant accordée à un système de seuil fixe, qui pourrait toutefois être relevé par le législateur national dans une marge prédéfinie;

(ii) réexamen des questions sociales et reconnaissance du droit des salariés d'être consultés et non uniquement informés des conditions de l'OPA. Le conseil d'administration devrait ainsi consulter le personnel avant de rendre un avis, ce qui lui permettrait de disposer d'une évaluation conjointe et d'envisager, avec les salariés, d'éventuelles mesures défensives.

ANNEXE 4

LISTE DES PRINCIPAUX OBSTACLES AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

5. OBSTACLES POUVANT EXISTER AVANT L'ANNONCE D'UNE OFFRE

5.1. OBSTACLES À L'ACQUISITION D' ACTIONS D'UNE SOCIÉTÉ

- Plafonnement des participations (*ownership caps*)
- Actions spécifiques (*golden shares*) de certains types
- Restrictions à la cessibilité des actions (applicables aux actions non cotées; les actions cotées peuvent être soumises à des restrictions inscrites dans des pactes d'actionnaires)
- Défaut d'accès aux actions sous-jacentes (lorsque des certificats représentatifs d'actions sont négociés, et non les actions sous-jacentes)
- Dilution de la participation détenue par l'offrant ou l'offrant potentiel ("pilules empoisonnées" ou certains types de dettes empoisonnées)
- Réduction du capital social disponible par: rachat par la société de ses propres actions, participations croisées ou structures pyramidales.

5.2. OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE AU NIVEAU DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

- Limitations affectant l'exercice des droits de vote (*voting caps*)
- Actions à droit de vote double ou multiple
- Actions à droit de vote restreint ou sans droit de vote; droit de participation au résultat et à l'actif net sans droit de vote
- Vote différé (*time lapse voting scheme*)
- Exigences discriminatoires en matière de quorum
- Procurations irrévocables
- Accords de vote contraignants; cartel de vote (*voting trust*)
- Supermajorités
- Actions spécifiques (*golden shares*) de certains types

5.3. OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE AU NIVEAU DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

- Co-détermination
- Autres structures limitant le contrôle exercé par les actionnaires sur le conseil (société en commandite)
- Actions assorties d'un droit spécial de nomination des membres du conseil
- Conseil renouvelable par tranches
- Mandat à échéance fixe pour les membres du conseil
- Conditions d'éligibilité au conseil (par exemple, détention préalable d'une participation pendant une période donnée)
- Parachutes dorés
- Supermajorité requise pour pouvoir révoquer ou élire le conseil

5.4. OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE SUR LES ACTIFS DE LA SOCIÉTÉ

- Vente d'actifs (politique de la terre brûlée : *scorched earth*)
- Transfert partiel d'actifs (*spin-off*)
- Blocage d'actifs (les "joyaux de la couronne")
- Modification des clauses de contrôle dans des accords non financiers

5.5. CRÉATION DE CHARGES FINANCIÈRES LIÉES AU TRANSFERT DU CONTRÔLE

- Dettes empoisonnées
- Parachutes dorés et primes de départ aux salariés (*golden and tin parachutes*)
- Inclusion dans des conventions de prêt de clauses liées à un changement de contrôle

5.6. CRÉATION DE PROBLÈMES D'ORDRE RÉGLEMENTAIRE

- Acquisitions défensives créant des problèmes au regard de la législation antitrust ou donnant naissance à des entités soumises à une réglementation spéciale
- Acquisitions défensives entraînant l'application de la réglementation afférente aux participations croisées

6. OBSTACLES POSTERIEURS A L'ANNONCE D'UNE OFFRE (CERTAINS DES OBSTACLES IDENTIFIES PLUS HAUT PEUVENT AUSSI ETRE MIS EN PLACE APRES L'ANNONCE D'UNE OFFRE)

6.1. RÉDUCTION DU NOMBRE D' ACTIONS POUVANT ÊTRE ACHETÉES PAR L'OFFRANT

- Rachat d'actions; offre de la société sur ses propres titres; offre en vue d'une radiation de la cote
- Émission d'actions à destination de partenaires amicaux (*white squires*)

6.2. AUGMENTATION DU COÛT DE L'OFFRE

- Émission d'actions avec droit préférentiel de souscription

6.3. CRÉATION DE PROBLÈMES D'ORDRE RÉGLEMENTAIRE

- Litiges (sur l'offre même, au regard de la législation antitrust ou de dispositions particulières, etc.)

6.4. RECHERCHE D'UN AUTRE OFFRANT

- "Chevalier blanc" (*white knight*)

6.5. ACHAT DE LA PARTICIPATION DÉTENUE PAR L'OFFRANT DANS LA SOCIÉTÉ

- Chantage financier (*greenmail*)

6.6. CONTRE-OFFENSIVE SUR L'OFFRANT

- Défense "pacman"

ANNEXE 5

FLUX FINANCIERS ENREGISTRÉS AU COURS DES DERNIÈRES ANNÉES ENTRE L'EUROPE ET LES ÉTATS-UNIS

1. FUSIONS ET ACQUISITIONS ENTRE 1995 ET 1999 (SOURCE: OCDE, 2001)

1.1. Fusions et acquisitions transfrontalières, flux entrants, Europe

Milliards d'USD

Année	Total	Acquéreur	
		États-Unis	Europe
1995	85,9	25,7	53,9
1996	96,5	36,4	48,0
1997	139,4	41,1	83,9
1998	229,5	64,1	137,4
1999	390,5	83,1	282,2

Répartition entre les principaux acquéreurs européens

Année	France	R.-U.	Allemagne
1995	10,0	9,2	12,1
1996	8,6	6,3	5,6
1997	14,1	24,8	9,8
1998	25,9	19,8	16,0
1999	70,3	62,5	69,7

1.2. Fusions et acquisitions transfrontalières, flux sortants, Europe

Milliards d'USD

Année	Total	Cibles			
		Europe		Amérique du Nord	
1995	93,4	53,9	57,7 %	38,1	40,8 %
1996	112,0	48,0	42,9 %	53,4	47,7 %
1997	158,1	83,9	53,1 %	55,4	35,1 %
1998	352,1	137,4	39,0 %	171,9	48,8 %
1999	553,0	282,2	51,0 %	203,5	36,8 %

1.3. Fusions et acquisitions transfrontalières, flux entrants, États-Unis

Milliards d'USD

Année	Total	Acquéreur
		Europe
1995	55,2	34,7
1996	70,4	51,5
1997	86,0	52,8
1998	220,4	170,2
1999	253,1	202,0

Répartition entre les principaux acquéreurs européens

Année	R.-U.	Allemagne	France
1995	13,8	11,1	2,2
1996	19,5	12,5	6,6
1997	13,7	4,7	8,8
1998	85,1	47,3	13,1
1999	110,9	16,3	22,6

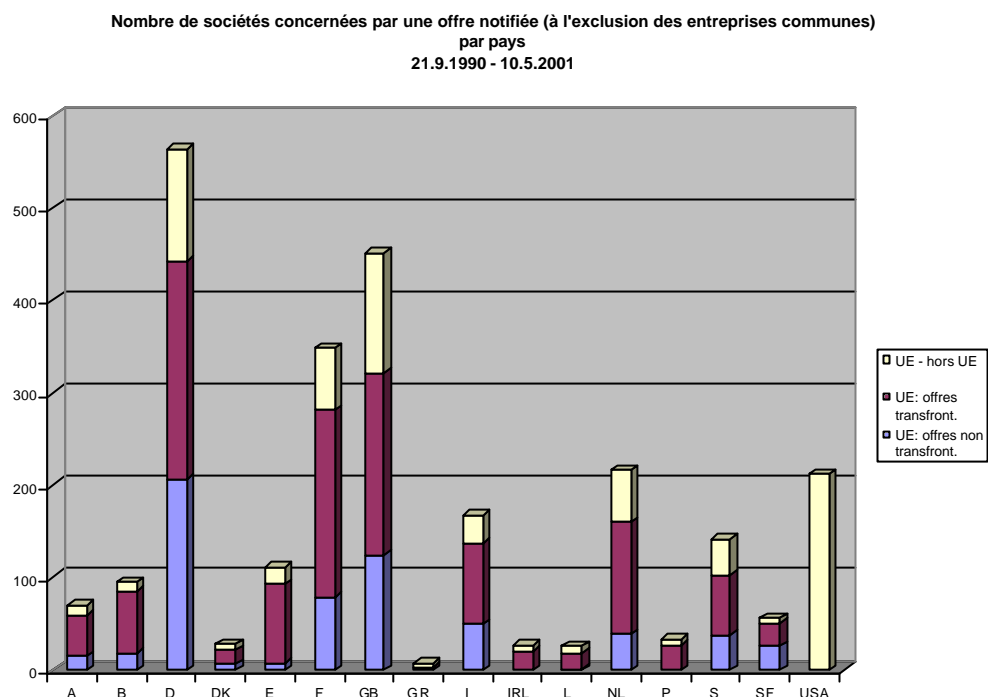
1.4. Fusions et acquisitions transfrontalières, flux sortants, États-Unis

Milliards d'USD

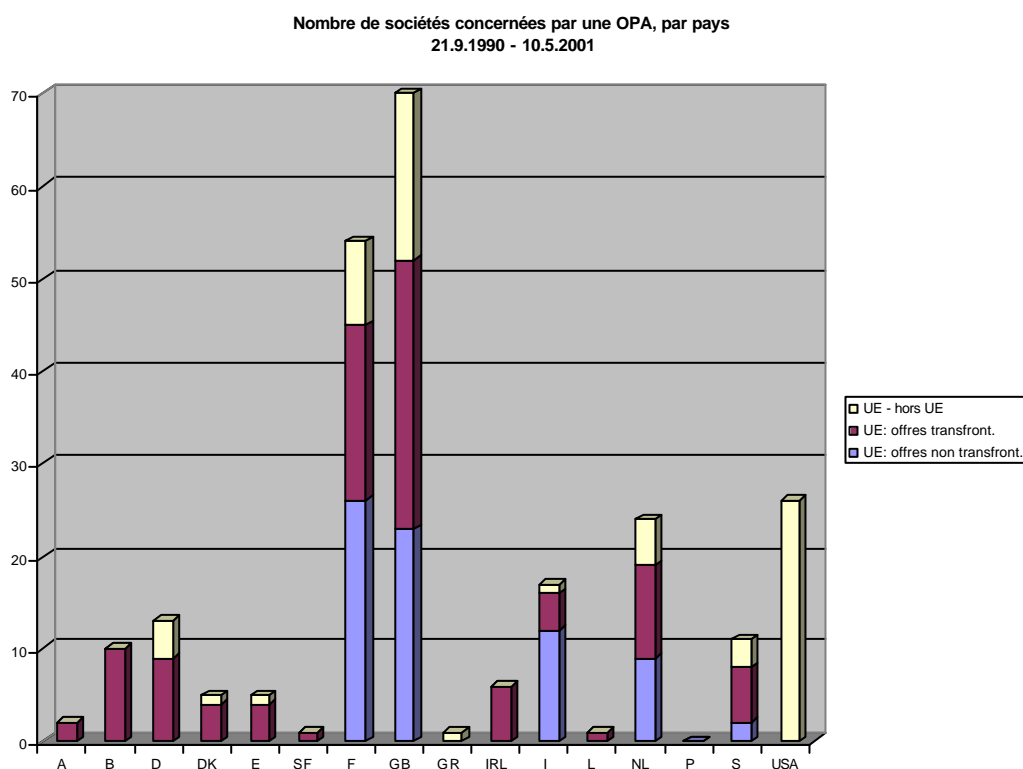
Année	Total	Cibles	
		Europe	
1995	59,6	25,7	43,1 %
1996	64,3	36,4	56,6 %
1997	83,5	41,1	49,1 %
1998	146,8	64,1	43,7 %
1999	127,9	83,1	65,0 %

2. NOMBRE D'OFFRES NOTIFIEES A LA COMMISSION EUROPEENNE, CONFORMEMENT A LA LEGISLATION APPLICABLE AUX FUSIONS, DANS LA PERIODE 1990-2000 (SOURCE: COMMISSION EUROPEENNE, DIRECTION GENERALE DE LA CONCURRENCE)

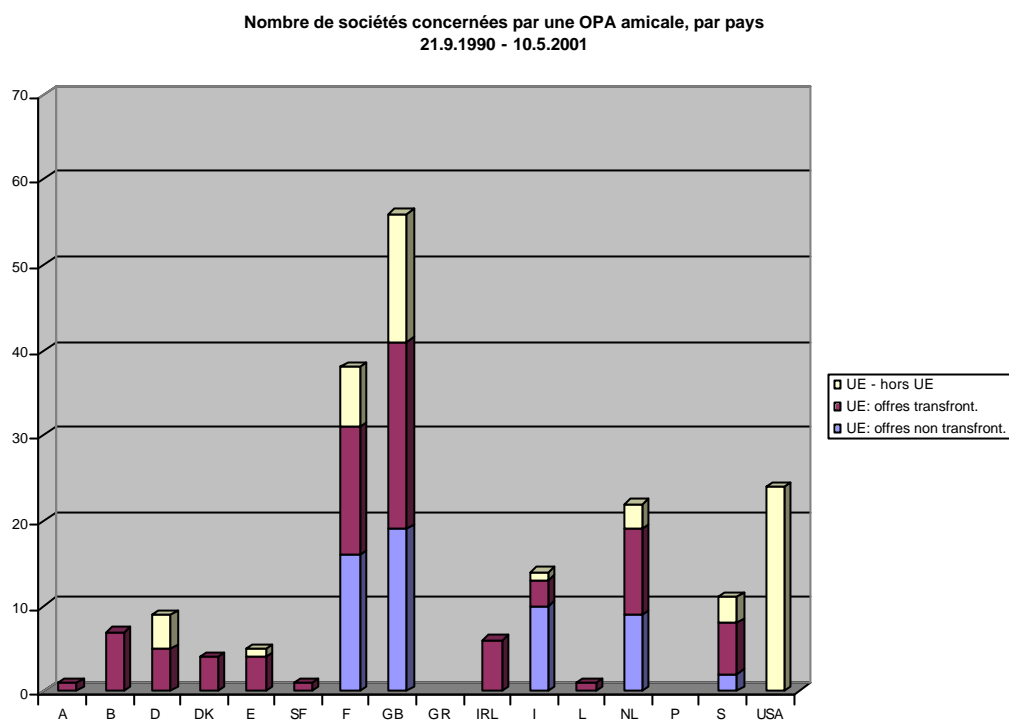
2.1 Nombre total de sociétés concernées par une offre notifiée, ventilé par pays



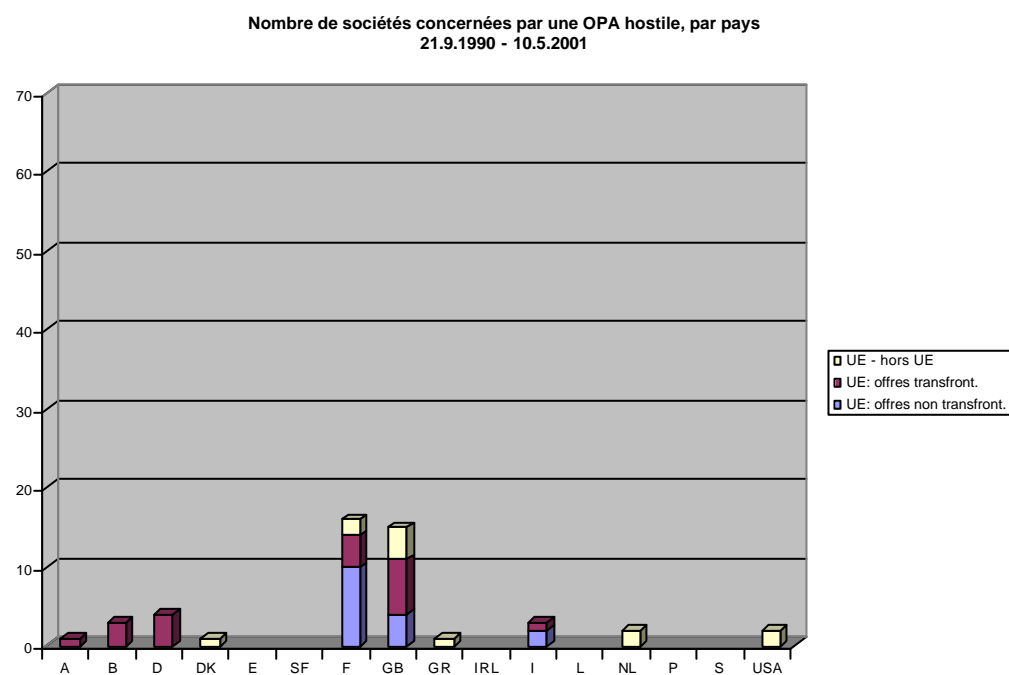
2.2 Nombre total de sociétés concernées par une OPA, ventilé par pays



2.3 Nombre de sociétés concernées par une OPA amicale, ventilé par pays



2.4 Nombre de sociétés concernées par une OPA hostile, ventilé par pays



ANNEXE 6

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL
EN MATIÈRE DE DROIT DES SOCIÉTÉS
CONCERNANT LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION:
PROJET COMMUN ADOPTÉ PAR LE COMITÉ DE CONCILIATION LE 6 JUIN 2001**



UNION EUROPÉENNE

LE PARLEMENT EUROPÉEN

LE CONSEIL

Bruxelles, le 19 juin 2001
(OR. en)

PE-CONS 3629/1/01
REV 1

DRS 27
CODEC 493

1995/0341 (COD)
C5-0221/2001

ACTES LÉGISLATIFS ET AUTRES INSTRUMENTS

Objet: Directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés
concernant les offres publiques d'acquisition

Projet commun
approuvé par le comité de conciliation
prévu à l'article 251, paragraphe 4, du traité CE

DIRECTIVE 2001/...../CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL
du

en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition

LE PARLEMENT EUROPÉEN ET LE CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE,

vu le traité instituant la Communauté européenne, et notamment son article 44,

vu la proposition de la Commission¹,

vu l'avis du Comité économique et social²,

statuant conformément à la procédure visée à l'article 251 du traité³, au vu du projet commun approuvé le 6 juin 2001 par le comité de conciliation,

considérant ce qui suit:

- (1) Il est nécessaire de coordonner, en vue de les rendre équivalentes partout dans la Communauté, certaines garanties que les États membres exigent des sociétés au sens de l'article 48, paragraphe 2, du traité, pour protéger tant les associés que les tiers.
- (2) Il est nécessaire de protéger les intérêts des détenteurs de titres de sociétés relevant du droit d'un État membre lorsque ces sociétés font l'objet d'une offre publique d'acquisition ou d'un changement de contrôle et que leurs titres sont admis à être négociés sur un marché réglementé au sens de la présente directive.
- (3) Seule une action au niveau communautaire est susceptible de garantir un niveau de protection suffisant aux détenteurs de titres dans toute la Communauté et de définir des orientations minimales pour la conduite des offres publiques d'acquisition. Les États membres agissant indépendamment ne sont pas en mesure d'assurer le même niveau de protection, notamment lorsque les acquisitions ou les prises de contrôle revêtent une dimension transfrontalière.
- (4) L'adoption d'une directive est la procédure appropriée pour instituer un cadre qui fixe certains principes communs et un nombre limité d'exigences générales que les États membres seront

¹ JO C 162 du 6.6.1996, p. 5 et JO C 378 du 13.12.1997, p. 10.

² JO C 295 du 7.10.1996, p. 1.

³ Avis du Parlement européen du 26 juin 1997 (JO C 222 du 21.7.1997, p. 20) confirmé le 27 octobre 1999, position commune du Conseil du 19 juin 2000 (JO C 23 du 24.1.2001, p. 1) et décision du Parlement européen du 13 décembre 2000 (non encore parue au Journal officiel). Décision du Parlement européen du et décision du Conseil du

tenus de mettre en œuvre au moyen de règles plus détaillées conformes à leur système national et à leur contexte culturel.

- (5) Il y a lieu que les États membres prennent les mesures nécessaires pour la protection des détenteurs de titres, et en particulier ceux ayant des participations minoritaires, après la prise du contrôle de leur société. Il convient que cette protection soit assurée en imposant à l'acquéreur qui a pris le contrôle d'une société l'obligation de lancer une offre proposant à tous les détenteurs de titres d'acquiescer la totalité de leurs titres. Il devrait être permis, pendant une période transitoire, d'assurer cette protection par d'autres moyens appropriés et au moins équivalents, à condition que ces moyens soient particuliers au transfert de contrôle et qu'ils comportent des compensations financières spéciales pour les actionnaires minoritaires. Les États membres peuvent, en plus de la protection prévue sous la forme d'une offre obligatoire ou d'autres moyens équivalents, prévoir d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres.
- (6) Il y a lieu que l'obligation de lancer une offre à tous les détenteurs de titres ne s'applique pas à ceux qui détiennent déjà une participation leur conférant le contrôle à la date d'entrée en vigueur de la législation mettant en œuvre la présente directive.
- (7) Les États membres peuvent créer de nouveaux instruments visant à protéger les intérêts des détenteurs de titres, comme l'obligation de lancer une offre partielle lorsque l'offrant n'acquiesce pas le contrôle de la société, ou l'obligation de lancer une offre simultanément à la prise du contrôle de la société.
- (8) L'obligation de lancer une offre ne s'applique pas en cas d'acquisition de titres non assortis de droits de vote aux assemblées générales ordinaires. Les États membres peuvent établir que l'obligation de lancer une offre à tous les détenteurs de titres ne vise pas seulement les titres auxquels sont attachés des droits de vote, mais également les titres assortis de droits de vote uniquement dans des situations particulières ou non assortis de droits de vote.
- (9) Chaque État membre devrait désigner une ou plusieurs autorités qui contrôlent les aspects de l'offre relevant de la présente directive et qui veillent au respect par les parties à l'offre publique d'acquisition des règles fixées conformément à la présente directive. Les différentes autorités devraient coopérer entre elles.
- (10) Il y a lieu que, pour être efficaces, les règles relatives aux offres publiques d'acquisition soient

souples et permettent de faire face aux nouvelles réalités lorsque celles-ci se présentent et, par conséquent, prévoient la possibilité d'exceptions et de dérogations. Toutefois, en appliquant toute règle ou exception établie ou en accordant toute dérogation, il convient que les autorités de contrôle se conforment à certains principes généraux.

- (11) Le contrôle peut être exercé par des organismes d'auto-régulation.
- (12) Conformément aux principes généraux du droit communautaire, et notamment au droit à un procès équitable, les décisions d'une autorité de contrôle pourront, dans des conditions appropriées, faire l'objet d'un contrôle par une juridiction indépendante. Toutefois la présente directive laisse aux États membres le soin de déterminer s'il convient de prévoir des droits dont on puisse se prévaloir dans le cadre d'une procédure administrative ou judiciaire, qu'il s'agisse d'une procédure engagée contre une autorité de contrôle ou d'une procédure entre les parties à une offre.
- (13) Il est nécessaire d'assurer, à l'échelle de la Communauté, la clarté et la transparence en ce qui concerne les questions juridiques à régler en cas d'offres publiques d'acquisition et d'empêcher que les plans de restructuration d'entreprises dans la Communauté soient faussés du fait de différences arbitraires dans les cultures d'administration et de gestion.
- (14) Pour réduire le risque d'opérations d'initiés, il convient que l'offrant soit tenu d'annoncer, dans les meilleurs délais, sa décision de lancer une offre et d'informer l'autorité de contrôle de cette offre.
- (15) Les détenteurs de titres devraient être dûment informés des conditions de l'offre au moyen d'un document d'offre. Une information adéquate devrait également être dispensée dans le même temps aux représentants du personnel de la société visée ou, à défaut, à ce personnel directement.
- (16) Il est nécessaire de prévoir des règles concernant la période d'acceptation de l'offre.
- (17) Il y a lieu que, pour pouvoir exercer leurs fonctions de manière satisfaisante, les autorités de contrôle puissent exiger, à tout moment, des parties à l'offre de communiquer les informations la concernant, et qu'elles coopèrent et fournissent sans délai, avec efficacité et efficience, des informations aux autres autorités contrôlant les marchés de capitaux.

- (18) Afin d'éviter les opérations susceptibles de faire échouer l'offre, il est nécessaire 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 la société visée de mener ses activités habituelles.
- (19) L'organe d'administration ou de direction de la société devrait être tenu de rendre public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment quant à ses répercussions sur l'ensemble des intérêts de la société et plus particulièrement sur l'emploi.
- (20) Il est nécessaire que les États membres veillent à l'adoption de règles qui couvrent les cas dans lesquels l'offre devient caduque, qui définissent les conditions dans lesquelles l'offrant peut réviser son offre, qui prévoient la possibilité d'une concurrence d'offres pour les titres d'une société, qui définissent les modalités de publication des résultats de l'offre et qui établissent l'irrévocabilité de l'offre et les conditions autorisées.
- (21) Il importe de confier au comité de contact créé par l'article 20 de la directive 79/279/CEE du Conseil du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs ⁴, la mission d'assister les États membres et les autorités de contrôle dans la mise en œuvre de la présente directive, en particulier dans des domaines comme les offres publiques d'acquisition transfrontières et la reconnaissance mutuelle des documents d'offre, et de conseiller, si nécessaire, la Commission quant aux ajouts ou modifications à apporter à la présente directive,

ONT ARRÊTÉ LA PRÉSENTE DIRECTIVE:

⁴ JO L 66 du 16.3.1979, p. 21. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 88/627/CEE (JO L 348 du 17.12.1988, p. 62).

Article premier

Champ d'application

1. Les mesures de coordination prescrites par la présente directive s'appliquent aux dispositions législatives, réglementaires et administratives, aux codes de pratiques ou autres dispositifs des États membres, y compris les dispositifs établis par des organisations officiellement habilitées à réglementer les marchés (ci-après "règles"), concernant les offres publiques d'acquisition de titres d'une société relevant du droit d'un État membre, lorsque ces titres sont admis à être négociés sur un marché réglementé au sens de l'article 1^{er}, point 13, de la directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières ⁵ dans un ou plusieurs États membres (ci-après "marché réglementé").

2. Les mesures prescrites par la présente directive ne s'appliquent pas à des offres publiques d'acquisition de titres émis par des sociétés dont l'objet est le placement collectif des capitaux recueillis auprès du public, dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques et dont les parts sont, à la demande des détenteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces sociétés. Est assimilé à de tels rachats ou remboursements le fait pour ces sociétés d'agir afin de garantir que la valeur en bourse de leurs parts ne s'écarte pas sensiblement de leur valeur d'inventaire nette.

Article 2

Définitions

Au sens de la présente directive, on entend par:

- a) "offre publique d'acquisition" et "offre": une offre publique faite aux détenteurs des titres d'une société (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) pour acquérir tout ou partie desdits titres. L'offre peut être soit obligatoire, soit volontaire, mais elle doit suivre ou avoir pour objectif la prise du contrôle;
- b) "société visée": la société dont les titres font l'objet d'une offre;

- c) "offrant": toute personne physique ou toute entité juridique de droit public ou privé qui lance une offre;
- d) "personnes agissant de concert": les personnes physiques ou les entités juridiques qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, et visant respectivement à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre.

Les personnes contrôlées par une autre personne au sens de l'article 8 de la directive 88/627/CEE du Conseil du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse⁶ sont réputées être des personnes agissant de concert avec ces personnes et entre elles;

- e) "titres": les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société;
- f) "parties à l'offre": l'offrant, les membres de l'organe d'administration ou de direction de l'offrant lorsque celui-ci est une société, la société visée, les détenteurs de titres de la société visée et les membres de l'organe d'administration ou de direction de la société visée, ou les personnes agissant de concert avec les parties précitées.

Article 3

Principes généraux

1. Aux fins de l'application de la présente directive, les États membres veillent à ce que les règles ou autres dispositifs adoptés ou introduits en application de celle-ci respectent les principes suivants:

- a) tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent; en particulier, si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés;
- b) les détenteurs de titres de la société visée doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en parfaite connaissance

⁵ JO L 41 du 11.6.1993, p. 27. Directive modifiée en dernier lieu par la directive 95/26/CE (JOL 168 du 10.7.1995, p. 7).

⁶ JO L 348 du 17.12.1988, p. 62.

de cause; lorsqu'il conseille les détenteurs de titres, l'organe d'administration ou de direction de la société visée présente son avis relatif aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'emploi, les conditions d'emploi et les sites d'implantation de la société;

- c) l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble, et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider du bien-fondé de l'offre;
- d) il ne doit pas se créer de faux marchés des titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre de façon que la hausse ou la baisse des cours des valeurs devienne artificielle et que le fonctionnement normal des marchés soit faussé;
- e) un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut donner entièrement suite à toute offre de contrepartie en espèces, s'il y en a une, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la mise en œuvre de tout autre type de contrepartie;
- f) la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités, en raison d'une offre visant ses titres.

2. Afin d'atteindre les objectifs définis au paragraphe 1, les États membres:

- a) veillent à ce que soient en vigueur des règles qui répondent aux exigences minimales énoncées dans la présente directive;
- b) peuvent prévoir des conditions supplémentaires et des dispositions plus strictes que celles qui sont exigées par la présente directive pour réglementer les offres.

Article 4

Autorité de contrôle

1. Les États membres désignent l'autorité ou les autorités compétentes pour le contrôle d'une offre dans la mesure où cette dernière est régie par les règles adoptées ou introduites en application de la présente directive. Les autorités ainsi désignées sont soit des autorités publiques, soit des associations ou des organismes privés reconnus par le droit national ou par des autorités publiques expressément habilitées à cette fin par la législation nationale. Les États membres veillent à ce que ces autorités exercent leurs fonctions de manière impartiale et indépendante par rapport à toutes les

parties à l'offre. Les États membres informent la Commission de ces désignations en précisant toute répartition éventuelle des fonctions.

2. a) L'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'État membre dans lequel la société visée a son siège social, lorsque les titres de cette société sont admis à être négociés sur un marché réglementé de cet État membre. Lorsque cela n'est pas le cas, les points b) ou c) s'appliquent.

b) Si les titres de la société visée ne sont pas admis à être négociés sur un marché réglementé de l'État membre dans lequel cette société a son siège social, l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'État membre sur le marché réglementé duquel les titres de la société sont admis à être négociés. Si les titres de cette société sont admis à être négociés sur les marchés réglementés de plus d'un État membre, l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'État membre sur le marché réglementé duquel les titres de la société ont été admis en premier lieu.

c) Si les titres de la société visée sont pour la première fois admis à être négociés simultanément sur les marchés réglementés de plusieurs États membres, la société visée doit déterminer quelle est l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre en informant ces marchés et leurs autorités de contrôle le premier jour de la cotation.

Si les titres de la société visée sont déjà admis à être négociés sur les marchés réglementés de plusieurs États membres à la date visée à l'article 15, paragraphe 1, et y sont admis simultanément, les autorités de contrôle de ces États membres décident quelle est l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre dans un délai de quatre semaines après la date précisée à l'article 15, paragraphe 1. En l'absence de décision, c'est la société visée qui détermine l'autorité compétente le premier jour de cotation après expiration du délai indiqué dans la première phrase.

d) Les États membres veillent à ce que soient en vigueur des règles requérant que les décisions visées au point c) soient rendues publiques.

e) Dans les cas visés aux points b) et c), les questions touchant à la contrepartie offerte en cas d'offre, en particulier au prix, et les questions ayant trait à la procédure d'offre, notamment aux informations sur la décision prise par l'offrant de faire une offre, au contenu du document d'offre et à la divulgation de l'offre, sont traitées conformément aux règles de l'État membre de l'autorité compétente. Pour les questions relatives à l'information qui doit être fournie au personnel de la société visée et les questions relevant du droit des sociétés, notamment le pourcentage de droits de vote qui donne le contrôle et les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi que les

conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre, les règles applicables et l'autorité compétente sont celles de l'État membre dans lequel la société visée a son siège social.

3. Les États membres veillent à ce que toutes les personnes exerçant ou ayant exercé une activité auprès des autorités de contrôle soient tenues au secret professionnel. Les informations couvertes par le secret professionnel ne peuvent être divulguées, à quelque personne ou autorité que ce soit, qu'en vertu de dispositions législatives.

4. Les autorités de contrôle des États membres au sens de la présente directive et les autres autorités chargées de contrôler les marchés des capitaux, en application notamment de la directive 88/627/CEE du Conseil, de la directive 89/592/CEE du Conseil du 13 novembre 1989 portant coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés ⁷ et de la directive 93/22/CEE du Conseil, coopèrent et se communiquent des informations dans toute la mesure nécessaire à l'application des règles établies conformément à la présente directive et en particulier dans les cas prévus à l'article 4, paragraphe 2, points b), c) et e). Les informations ainsi échangées sont couvertes par l'obligation de secret professionnel qui incombe aux personnes exerçant ou ayant exercé une activité auprès des autorités de contrôle qui les reçoivent. La coopération devrait comprendre la capacité de notifier les actes juridiques nécessaires à l'application des mesures prises par les autorités compétentes en liaison avec les offres, ainsi que toute autre aide pouvant être raisonnablement demandée par les autorités de contrôle concernées aux fins d'enquêter sur les violations effectives ou présumées des règles adoptées ou introduites pour la mise en œuvre de la présente directive.

5. Sous réserve du respect des principes généraux visés à l'article 3, paragraphe 1, les États membres peuvent prévoir dans les règles qu'ils adoptent ou introduisent en application de la présente directive la possibilité pour leurs autorités de contrôle d'accorder, sur la base d'une décision motivée, des dérogations à ces règles, dans certains types de cas et dans des cas particuliers appropriés.

6. La présente directive n'affecte pas le pouvoir des États membres de désigner les autorités - judiciaires ou autres - chargées de connaître des litiges et de se prononcer sur les irrégularités commises au cours de la procédure de l'offre, ni le pouvoir des États membres d'arrêter des dispositions précisant si et dans quelles circonstances les parties à l'offre ont le droit d'entamer une procédure administrative ou judiciaire. En particulier, la présente directive n'affecte pas le pouvoir

⁷ JO L 334 du 18.11.1989, p. 30.

que peuvent avoir les tribunaux d'un État membre de refuser de connaître d'un litige et de se prononcer sur le point de savoir si celui-ci affecte le résultat de l'offre. La présente directive n'affecte pas le pouvoir des États membres de déterminer les règles juridiques relatives à la responsabilité des autorités de contrôle ou au règlement des litiges entre les parties à une offre.

Article 5

Protection des actionnaires minoritaires; offre obligatoire

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

Dans tous les cas, l'offrant doit proposer, tout au moins comme alternative, une contrepartie en espèces lorsque, à titre individuel ou avec des personnes agissant de concert avec lui, dans une période commençant au moins trois mois avant le lancement de son offre en application de l'article 6, paragraphe 1, et se terminant avant la fin de la période d'acceptation de l'offre, il a acquis en espèces plus de 5% des titres ou des droits de vote de la société visée.

2. Lorsqu'une offre volontaire a été faite conformément à la présente directive à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs titres et que le contrôle a été acquis, l'obligation de lancer une offre n'est plus d'application.

3. Par dérogation au paragraphe 1, les États membres qui, lors de l'adoption de la présente directive, disposent d'autres moyens appropriés et au moins équivalents pour protéger les actionnaires minoritaires de la société, peuvent continuer à appliquer ces moyens pendant l'année qui suit la date mentionnée à l'article 15, paragraphe 1, à condition que ces moyens:

a) visent expressément le transfert de contrôle, et

b) comportent des compensations financières particulières pour les actionnaires minoritaires.

4. Outre la protection prévue aux paragraphes 1 et 3, les États membres peuvent prévoir d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres dans la mesure où ces instruments ne gênent pas le déroulement normal de l'offre visée au paragraphe 1.

5. Le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle aux fins des paragraphes 1 et 3 et son mode de calcul sont fixés par la réglementation de l'État membre dans lequel la société a son siège social.

Article 6

Information

1. Les États membres veillent à ce que soient en vigueur des règles requérant que la décision de lancer une offre soit rendue publique sans délai et que l'autorité de contrôle soit informée de cette offre. Les États membres peuvent exiger que l'autorité de contrôle soit informée avant que cette décision ne soit rendue publique. Dès que l'offre a été rendue publique, l'organe d'administration ou de direction de la société visée informe les représentants des travailleurs ou, lorsqu'il n'y a pas de représentants, les travailleurs eux-mêmes.

2. Les États membres veillent à ce que soient en vigueur des règles qui imposent à l'offrant l'obligation d'établir et de rendre public en temps utile un document d'offre contenant les informations nécessaires pour que les détenteurs de titres de la société visée puissent prendre une décision sur celle-ci en toute connaissance de cause. Avant que ce document ne soit rendu public, l'offrant le communique à l'autorité de contrôle. Lorsqu'il est rendu public, l'organe d'administration ou de direction de la société visée le communique aux représentants des travailleurs ou, lorsqu'il n'y a pas de représentants, aux travailleurs eux-mêmes.

Une fois qu'un document d'offre soumis à l'approbation préalable de l'autorité de contrôle reçoit cette approbation, il est reconnu, sous réserve de sa traduction éventuelle, dans tout autre État membre sur le marché duquel les titres de la société visée sont admis à être négociés, sans qu'il soit nécessaire d'obtenir l'approbation des autorités de contrôle de cet État membre et sans que ces dernières puissent exiger l'insertion d'informations complémentaires dans le document d'offre. Les autorités de contrôle peuvent toutefois exiger que le document d'offre contienne des informations propres au marché de l'État membre ou des États membres sur les marchés desquels les titres de la société visée sont admis à être négociés, relatives aux formalités à remplir pour accepter l'offre et

pour recevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre, ainsi qu'au régime fiscal auquel la contrepartie offerte aux détenteurs de titres sera soumise.

3. Ces règles exigent que le document d'offre comporte au moins les indications suivantes:

- a) la teneur de l'offre;
- b) l'identité de l'offrant ou, lorsque l'offrant est une société, la forme, la dénomination et le siège social de cette société;
- c) les titres ou, le cas échéant, la ou les catégories de titres qui font l'objet de l'offre;
- d) la contrepartie offerte par titre ou par catégorie de titres et, dans le cas d'offres obligatoires, la méthode employée pour la déterminer, ainsi que les modalités de paiement de cette contrepartie;
- e) le pourcentage ou le nombre de titres maximal et minimal que l'offrant s'engage à acquérir;
- f) le cas échéant, les titres que l'offrant et les personnes agissant de concert avec lui détiennent déjà dans la société visée;
- g) toutes les conditions auxquelles l'offre est subordonnée;
- h) les intentions de l'offrant quant à la poursuite de l'activité de la société visée et, pour autant qu'elle soit affectée par l'offre, de la société offrante, et au maintien des emplois de leur personnel et de leurs dirigeants, y compris tout changement important des conditions d'emploi. Cela concerne en particulier les plans stratégiques de l'offrant pour ces sociétés et les répercussions probables sur l'emploi et les sites d'implantation;
- i) la période d'acceptation de l'offre;
- j) lorsque la contrepartie proposée par l'offrant comporte des titres, de quelque nature qu'ils soient, des informations sur ces titres;
- k) les conditions de son financement par l'offrant;

- l) l'identité des personnes agissant de concert avec l'offrant ou la société visée, ainsi que, lorsqu'il s'agit de sociétés, l'indication de leur forme, de leur dénomination, de leur siège social et de leur lien avec l'offrant et, lorsque c'est possible, avec la société visée;
- m) l'indication de la législation nationale qui régira les contrats conclus entre l'offrant et les détenteurs de titres de la société visée et découlant de l'offre.

4. Les États membres veillent à ce que soient en vigueur des règles exigeant que les parties à une offre communiquent à tout moment aux autorités de contrôle de leur État membre, à leur demande, toutes les informations en leur possession sur l'offre qui seraient nécessaires à l'exercice des fonctions de l'autorité de contrôle.

Article 7

Période d'acceptation

1. Les États membres prévoient que la période d'acceptation de l'offre qui doit être indiquée par l'offrant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe 3, point i), ne peut être inférieure à deux semaines ni supérieure à dix, à compter de la date de publication du document d'offre. Sous réserve du respect du principe général visé à l'article 3, paragraphe 1, point f), les États membres peuvent prévoir que la période de dix semaines pourra être prolongée, à condition que l'offrant notifie, au moins deux semaines à l'avance, son intention de clôturer l'offre.

2. Les États membres peuvent prévoir des règles modifiant, dans des cas appropriés précis, la période visée au paragraphe 1. Les États membres peuvent autoriser l'autorité de contrôle à accorder une dérogation à la durée prévue au paragraphe 1 afin de permettre à la société visée de convoquer une assemblée générale pour examiner l'offre.

Article 8

Publicité

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

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

Article 9

Obligations de l'organe d'administration ou de direction de la société visée

1. Les États membres veillent à ce que soient en vigueur des règles garantissant les éléments suivants :
 - a) Pendant la période définie ci-après, l'organe d'administration ou de direction de la société visée obtient l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet, avant d'entreprendre toute action qui soit susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission de titres de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée. Une telle autorisation est obligatoire, quoi qu'il en soit, une fois que l'organe d'administration ou de direction de la société visée a reçu les informations sur l'offre mentionnées à l'article 6, paragraphe 1, première phrase, et tant que le résultat de celle-ci n'a pas été rendu public ou qu'elle n'est pas devenue caduque. Les États membres peuvent prévoir d'avancer le moment à partir duquel cette autorisation doit être obtenue, par exemple à compter du moment où l'organe d'administration ou de direction de la société visée a connaissance de l'imminence de l'offre.
 - b) En ce qui concerne les décisions qui ont été prises avant le début de la période visée ci-dessus et qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en œuvre, l'assemblée générale des actionnaires doit approuver ou confirmer toute décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre serait susceptible de faire échouer l'offre.
 - c) Afin que l'autorisation préalable de l'assemblée des actionnaires visée ci-dessus puisse être obtenue, les États membres peuvent prévoir des règles permettant la convocation d'une assemblée générale à bref délai, à condition que cette assemblée ne se tienne pas moins de deux semaines après sa notification.
 - d) L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment quant à ses répercussions sur

l'ensemble des intérêts de la société, y compris l'emploi, et quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'implantation énoncés dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe 3, point h). L'organe d'administration ou de direction de la société visée communique dans le même temps cet avis aux représentants du personnel de la société ou, à défaut, à ce personnel directement. Si l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit en temps utile un avis distinct des représentants du personnel quant aux répercussions sur l'emploi, celui-ci est joint à ce document.

2. Les États membres peuvent autoriser l'organe d'administration ou de direction de la société visée à procéder à une augmentation de capital durant la période d'acceptation de l'offre, à condition qu'il y ait été autorisé par l'assemblée générale des actionnaires 18 mois au plus avant le début de la période d'acceptation de l'offre et moyennant la pleine reconnaissance du droit de préemption de tous les actionnaires prévu à l'article 29, paragraphe 1, de la deuxième directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58, deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des sociétés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital⁸.

Article 10

Règles régissant les offres

Les États membres veillent en outre à ce que soient en vigueur des règles régissant les offres au moins dans les domaines suivants:

- a) caducité de l'offre;
- b) révision des offres;
- c) concurrence d'offres;
- d) publication des résultats des offres;
- e) irrévocabilité de l'offre et conditions autorisées.

⁸ JO L 26 du 30.1.1977, p. 1. Directive modifiée en dernier lieu par l'acte d'adhésion de 1994.

Article 11

Comité de contact

1. Le comité de contact institué par l'article 20 de la directive 79/279/CEE a également pour mission:
 - a) de faciliter, sans préjudice des dispositions des articles 226 et 227 du traité, une application harmonisée de la présente directive par une concertation régulière portant notamment sur les problèmes concrets que pose son application;
 - b) de conseiller, si nécessaire, la Commission au sujet des ajouts ou modifications à apporter à la présente directive.
2. Il n'entre pas dans les fonctions du comité de contact d'apprécier l'opportunité des décisions individuelles prises par les autorités de contrôle.

Article 12

Sanctions

Chaque État membre établit les sanctions à appliquer en cas d'infraction aux dispositions adoptées en application de la présente directive. Ces sanctions doivent être suffisantes pour inciter au respect de ces dispositions.

Article 13

Révision de l'article 4, paragraphe 2

Trois ans après la date visée à l'article 15, paragraphe 1, le Parlement européen et le Conseil, agissant sur proposition de la Commission, examinent et, si nécessaire, révisent l'article 4, paragraphe 2, à la lumière de l'expérience acquise dans l'application dudit article.

Article 14

Modification de l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la directive 88/627/CEE

À l'article 1^{er} de la directive 88/627/CEE, le paragraphe 1 est remplacé par le texte suivant:

"1. Les États membres soumettent à la présente directive les personnes physiques et les entités juridiques de droit public ou privé qui acquièrent ou cèdent, directement ou par personne interposée, une participation répondant aux critères définis à l'article 4, paragraphe 1, et entraînant une modification dans la détention des droits de vote d'une société qui relève de leur législation et dont les actions sont admises à être négociées sur un ou plusieurs marchés réglementés au sens de l'article 1^{er}, point 13), de la directive 93/22/CEE."

Article 15

Transposition de la directive

1. Les États membres veillent à ce que les dispositions législatives, réglementaires et administratives ou les autres dispositifs nécessaires pour leur permettre de se conformer à la présente directive entrent en vigueur avant le*. Les États membres peuvent toutefois différer l'application de l'article 9 jusqu'au**. Ils en informent immédiatement la Commission.

Lorsque les États membres adoptent ces dispositions, celles-ci contiennent une référence à la présente directive ou sont accompagnées d'une telle référence lors de leur publication officielle. Les modalités de cette référence sont arrêtées par les États membres.

2. Les États membres communiquent à la Commission les dispositions ou autres dispositifs visés au paragraphe 1.

Article 16

Entrée en vigueur de la directive

La présente directive entre en vigueur le jour de sa publication au Journal officiel des Communautés européennes.

* Quatre ans après la date d'entrée en vigueur de la présente directive.

Article 17

Destinataires de la directive

Les États membres sont destinataires de la présente directive.

Fait à

Par le Parlement européen
La présidente

Par le Conseil
Le président

** Cinq ans après la date d'entrée en vigueur de la présente directive.



UNION EUROPÉENNE

LE PARLEMENT EUROPÉEN

LE CONSEIL

Bruxelles, le 29 juin 2001
(OR. en)

PE-CONS 3629/1/01
REV 1 COR 1 (fr)

DRS 27
CODEC 493

1995/0341 (COD)
C5-0221/2001

ACTES LÉGISLATIFS ET AUTRES INSTRUMENTS: CORRIGENDUM

Objet: Directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés
concernant les offres publiques d'acquisition

Page 13, article 4, paragraphe 5

Insérer le texte suivant comme premier alinéa:

"Les autorités de contrôle disposent de tous les pouvoirs nécessaires à l'exercice de leurs fonctions, au nombre desquelles figure le devoir de veiller à ce que les parties à l'offre respectent les règles fixées en application de la présente directive."

Page 15, article 5, paragraphe 1, deuxième alinéa

Au lieu de: "... et se terminant avant la fin de la période d'acceptation de l'offre,"

Lire: "... et se terminant à la fin de la période d'acceptation de l'offre,"

Page 21, article 9, paragraphe 1

a) point b)

Au lieu de: "... dont la mise en œuvre serait susceptible de faire échouer l'offre."

Lire: "... dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre."

b) point c)

Au lieu de: "l'assemblée des actionnaires"

Lire: "l'assemblée générale des actionnaires".
