

LA PROTECTION DES INVESTISSEURS DANS UN CONTEXTE D'OPA

COLLOQUE UNIDROIT

Rome 6 septembre 2010

Alain Pietrancosta

Professor of Law

University of Paris – Sorbonne Law School

Director of the Masters in “Financial Law” and in “Law and Economic Globalization”

L'idée pouvait paraître curieuse d'avoir choisi de s'intéresser à la manière dont le droit protège les investisseurs dans un contexte d'OPA, à un moment où ces opérations avaient tendance à se tarir pour cause de crise.

Mais, d'une part, le pari sur l'actualité du sujet n'a pas trop mal fonctionné, si l'on en juge par le retour récent des OPA sur le devant de la scène économique ; d'autre part, ce pari était à la vérité presque gagné d'avance, dans le sens où l'intérêt et l'actualité de la question ne sont pas uniquement dépendants de la conjoncture, le droit des OPA faisant partie de ces branches du droit en perpétuel mouvement, comme en témoignent les réformes lancées ces derniers mois en France ou en Grande-Bretagne...

Le traitement du sujet nous oblige à **surmonter un paradoxe**.

→ En effet, il existe aujourd’hui, dans le discours officiel et académique dominant, un large **consensus pour reconnaître aux OPA un certain nombre de vertus**, du point de vue du marché des restructurations ou des capitaux en général, et du point de vue des investisseurs qui en sont les destinataires, en particulier. Les OPA sont censées présenter, à cet égard, **trois mérites principaux** :

1- Le premier de ces mérites, et le plus évident, est d’ordre financier :

Les OPA représentent globalement une véritable **manne financière pour les investisseurs auxquelles elles s’adressent**. Elles leur ouvrent des perspectives de plus-value sans commune mesure avec celles qu’ils peuvent espérer dans le cours normal de la vie sociale, surtout en cas d’offres disputées, où le jeu des enchères peut entraîner une augmentation significative des primes offertes aux actionnaires de la société cible¹.

Les études empiriques soulignent amplement que le prix de ces opérations se situe généralement à des niveaux très supérieurs aux cours ordinaires, des primes qui, pour des raisons sur lesquelles nous reviendrons, apparaissent cependant variables selon les pays.

Les transferts de contrôle constituent ainsi des occasions uniques, pour les actionnaires des sociétés cibles, de rentabiliser leur investissement². Cette

¹ Mike Burkart, Fausto Panunzi, Takeovers, January 2006, ECGI - Finance Working Paper No. 118/2006.

² V. M.C. Jensen, R.S. Ruback, *The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence*, J. Fin. Econ., vol. 11, 1983.5 ; B. Husson, *La prise de contrôle d’entreprises*, op. cit. p. 67 sq. ; B. Raffournier, *Les conséquences d’une offre publique d’achat ou d’échange sur la valeur de l’action visée*, Cahiers de recherche du Cerag, oct. 1984, n° XX, p. 1 ; Eckbo, Langhor, *Les primes des offres publiques, la note d’information et le marché des transferts de contrôle de sociétés*, Working paper pour les entretiens de l’AFFI, déc. 1986 ; B. Husson, *Les prises de contrôle sur le marché français enrichissent-elles les actionnaires ?*,

perspective suffit d'ailleurs à alimenter les spéculations sur les mouvements de pouvoir au sein des sociétés, dont on sait qu'elles sont l'un des principaux facteurs permanents d'animation du marché.

2- Le second mérite, lié au premier mais un peu plus subtil, est d'ordre « politique », au sens large du terme :

Contrairement à d'autres techniques de rapprochement d'entreprises, dans lesquelles le management des sociétés concernées joue un rôle essentiel et décisif, les OPA procèdent d'un **esprit différent** dans la mesure où, par construction, elles réalisent une simple opération d'achat ou d'échange de titres directement conclue entre actionnaires d'une société.

Non seulement les OPA ne nécessitent-elles pas l'accord du management de la société visée, mais elles peuvent, le cas échéant, se présenter comme ouvertement hostiles aux dirigeants en place de celle-ci, le résultat d'une OPA constituant alors une sorte de plébiscite du marché en faveur du vainqueur.

Par définition, le mécanisme de l'OPA se caractérise par un élément, plus ou moins accentué, de **démocratie directe**, ce qui les rend *a priori* populaires auprès des investisseurs, à qui il permet de participer pleinement, et dans une transparence minimale, aux grandes opérations de restructurations capitalistiques nationales et internationales.

Le procédé participe en conséquence à une « moralisation »³ et/ou « **démocratisation** » de rapprochements d'entreprises qui pourraient autrement être dénoncés comme autant de manifestations d'un capitalisme élitiste. Il

Rev. Assoc. fr. de Finance, déc. 1988, n° 2, vol. 9, p. 35 ; P. Agnellet, L. Geoffroy, J.-C. Viarnaud, *OPA et stratégies anti-OPA, une approche internationale*, op. cit. p. 44 ; R. Romano, *A Guide to Takeovers : Theory, Evidence and Regulation*, in European Takeovers, Law and Practice, Butterworths, 1992, p. 3 sq. ; M. Nussenbaum, *L'évaluation du prix dans les offres publiques : valeur fondamentale et valeur d'acquisition*, in Le juge et le marché boursier, colloque préc. ; P. Charléty, R. Clément, *Les offres publiques sur les titres de la cote officielle et du second marché de 1988 à 1994 : comportements boursiers*, Bull. COB, n° 304, juill.-août 1996, p. 1 ; *La prise de contrôle et l'intérêt des minoritaires*, RJCom., n° spéc., 1998.

³ V. C. Gavalda, « La réglementation de la cession des blocs de titres donnant le contrôle de sociétés dont les actions sont cotées ou placées au hors-cote : un essai de moralisation du processus concentrationniste français », *Rev. sociétés* 1977, p. 395.

constitue en ce sens un instrument primordial de séduction de l'investissement et de dynamisation du marché.

3- Cette caractéristique politique propre aux OPA débouche sur une troisième vertu, d'ordre cette fois prophylactique ou disciplinaire :

La survenance d'une OPA, voire seulement le risque de sa survenance, développe un tel effet à l'égard des dirigeants des sociétés cotées.

Ex post, une OPA réussie se traduit le plus souvent par une restructuration de l'entreprise acquise, qui passe par le remplacement des dirigeants.

Ex ante, le risque d'offre publique constitue une pression permanente sur l'action des dirigeants dans le sens d'une meilleure gestion sociale : ces dirigeants, conscients du sort qui les menace au cas où une OPA serait lancée, se montrent en effet soucieux de satisfaire aux intérêts des actionnaires afin d'éviter de rendre la société attractive sur le marché du contrôle. Une manière indirecte et externe, en quelque sorte, d'améliorer le gouvernement d'entreprise par voie de réduction des « problèmes d'agence » (*agency problems*) entre dirigeants et actionnaires⁴.

Il va sans dire que cette pression disciplinaire des OPA se fait d'autant plus sentir que le **contrôle** de la société est « **contestable** », c'est-à-dire

⁴ V. not. Manne, Mergers and the Market for Corporate Control' (1965) 73 Journal of Political Economy 110 ; JC Coffee, Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance' (1984) 84 Columbia Law Review 1145 ; J. Hamon, *Marché du contrôle et discipline des dirigeants*, Univ. Paris Dauphine, CEREG, *Cahier de recherches*, n° 9501 ; David Scharfstein, 1988, "The Disciplinary Role of Takeovers," *Review of Economic Studies*, 55(2), 185-199 ; L. Herzel et R. Shepro, *Bidders and Targets : Mergers and Acquisitions in the U.S.*, Blackwell, 1990, p. 3 (« *the most compelling argument in favour of hostile takeovers is that they are an important discipline on the managements of likely target companies* ») ; Berglöf Erik, Bengt Holmström, Peter Höglund, Eva Meyerson Milgrom and Hans Tsion Söderström, 2003, "Corporate Governance and Structural Change Challenges to European Corporate Ownership and Control," SNS Economic Policy Group Report ; Mike Burkart, Fausto Panunzi, Takeovers, January 2006, ECGI - Finance Working Paper No. 118/2006 ; M. Kloepfer-Pelèse, Contribution à l'étude des offres publiques d'acquisition en droit français et américain, th. Paris I, déc. 2007.

qu'il peut faire l'objet d'une tentative d'acquisition non négociée avec le management en place.

Or, le phénomène de l'offre « hostile », ou plutôt disputée, demeure **relativement minoritaire** au plan international, compte tenu de la concentration du capital dans la plupart des pays émergés et émergents, ou de l'existence de restrictions à la liberté d'investissement.

Ce phénomène n'est cependant **pas totalement marginal**, puisque il est tout de même recensé dans une vingtaine de pays⁵. Un petit club de pays, mais dont il semble bon de faire partie, tant l'existence d'OPA hostiles sur une place financière peut être considérée comme un signe manifeste de son développement. Comme l'a démontré l'expérience japonaise, aucun marché ne peut en tous cas se prétendre définitivement protégé du risque d'OPA hostile.

De plus, discerne-t-on aujourd'hui une tendance générale à l'augmentation du nombre des sociétés dépourvues d'actionnaires de contrôle⁶. Par exemple, le nombre des sociétés “widely-held” est-il passé, entre 1996 et 2006, en France de 21 % à 37 %, en Allemagne de 26 % à 48 % et en Italie de 3 % à 22 %.

En résumé, lorsqu'elles existent, les OPA sont censées participer à la fois à l'efficience et à l'équité des marchés financiers, et donc à leur attractivité pour le public investisseur, autant de conditions jugées favorables au développement économique global⁷.

⁵ V. Pepper D. Culpepper, Quiet politics: business power and corporate control 33, Table 2.3 (2010) (showing median of 2 completed hostile takeovers and 6 attempted hostile takeovers in 19 countries from 1990-2007, as compared to a median of 321 completed friendly mergers) ; M. Martynova and L. Renneboog, Mergers and Acquisitions in Europe, ECGI Finance Working Paper 114/2006.

⁶ J. Franks, C. Mayer, P. Volpin and H. Wagner, Evolution of Family Capitalism: A Comparative Study of France, Germany, Italy and the UK' EFA 2009 Bergen Meetings Paper, available at <http://ssrn.com/abstract=1102475>.

⁷ Levine, Ross (1997), Financial development and economic growth: views and agenda. Journal of Economic Literature, 35, 688-726 ; Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: an overview. *European Economic Review*, 37, 613-622.

→ Mais alors, si les OPA sont par elles-mêmes favorables aux intérêts du marché et des investisseurs (tout au moins ceux des sociétés cibles), elles devraient se développer sans l'aide du droit. À quoi bon, par conséquent, s'interroger sur l'**opportunité de leur régulation** ? Autrement dit, à quoi sert le droit des OPA ?

La raison principale tient à ce que l'**existence** d'OPA sur un marché n'est pas le seul résultat d'un phénomène de génération spontanée, ni le fruit du hasard. Elle suppose réunis un certain nombre de **facteurs déterminants**.

Des facteurs, d'abord, **d'ordre économique et financier** :

Spécialement la structure de l'actionnariat (c'est-à-dire son degré de concentration ou de dispersion), qui rend le contrôle plus ou moins contestable et les sociétés cotées plus ou moins opéables.

Mais l'existence et le développement des OPA dépendent aussi de **facteurs juridiques**, et en tant que Professeur de droit, c'est sur ce point que je voudrais insister.

En cette matière aussi, le droit compte : *law matters* ! Et à tous les niveaux.

Une avalanche de littérature démontre, depuis la fin des années 1990, la contribution qu'apportent le droit et la régulation au développement des marchés financiers⁸. Les OPA ne font pas exception à la règle⁹ : aucun pays ne

⁸ V. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52, 1131-1150 ; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155 ; Beny (1999) on insider trading laws ; Bubnova (2000) on bond markets regulation and spreads ; Carlin and Mayer (1998) on laws and industrial activity, corporate and financial sector structure; Demirguc-Kunt and Maksimovic on law, finance, and firm growth; Himmelberg, Hubbard, and Love (2000) on investor protection laws and cost of capital ; La Porta et al. (2002) on laws and corporate value, (1999) on laws and corporate ownership, (2000) on laws and CG, (2000) on laws and dividends; Licht, Goldschmidt and Schwartz (2001) on the cultural aspects of law and finance ; Lombardo and Pagano (1999) on laws and the return on equity; Nenova (2001) on laws and the value of corporate control ; Pistor, Raiser and Gelfer (2000) on law and finance in transition economies ; and Rajan and Zingales (1998) on financial dependence and growth.

V. cep. John Armour, Simon Deakin, Prabirjit Sarkar, Mathias M. Siems, Ajit Singh, Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis, University of Cambridge, CBR Working Paper, ECGI - Law Working Paper No. 108/2008.

connaît une activité OPA significative sans un **encadrement juridique spécifique et contraignant** de ces opérations.

Pour le ramener à l'essentiel, l'objectif de cet encadrement consiste à **faciliter la résolution des problèmes d'agence ou d'action collective** (passager clandestin, dilemme du prisonnier...), portés à leur paroxysme dans le contexte des OPA, lesquelles placent souvent les investisseurs des sociétés cibles dans une situation de grande vulnérabilité face à de puissants managers ou initiateurs.

La protection des investisseurs par le droit joue ainsi un rôle décisif :

- D'abord **indirectement**, dans la mesure où cette protection est supposée favoriser la **diversification et la dispersion de l'actionariat**¹⁰, dont on a vu qu'elles étaient favorables à l'épanouissement des OPA.

- Ensuite, **plus directement** :

Le droit peut, d'abord, veiller à ce qu'une société objectivement opéable (i.e. ne disposant pas d'un actionnaire de contrôle) ne se trouve pas **artificiellement abritée du risque d'OPA** (au moyen de défenses anti-OPA).

D'autres mesures peuvent aussi être prises pour **favoriser la réalisation d'OPA créatrices de valeur**, comme les règles de **contrôle du prix d'offre**, l'organisation d'une **libre compétition** des offres et des surenchères ou la mise en place d'une procédure de **squeeze-out** destinée à limiter le problème du passager clandestin.

⁹ Tatiana Nenova, Takeover Laws and Financial Development, World Bank Policy Research Working Paper 4029, October 2006.

¹⁰ V. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997, Legal determinants of external finance. Journal of Finance 52, 1131-1150 ; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1998, Law and finance. Journal of Political Economy 106, 1113-1155.

Ces mesures doivent s'accompagner d'un effort symétrique consistant à édicter des règles destinées à **dissuader les OPA destructrices de valeur**, notamment en interdisant le lancement d'offres trop agressives ou traitant inégalement les actionnaires de la société cible¹¹.

Le droit peut, ensuite, organiser le **déroulement de l'opération, autour des principes de transparence et d'égalité des investisseurs**, afin d'éviter d'éventuelles tentations de manipulations de part et d'autre.

Plus directement encore, le droit peut aller jusqu'à **imposer le recours à l'OPA** en certaines circonstances (changement de contrôle, constitution d'une position de contrôle d'un actionnaire ou d'un petit groupe d'actionnaires, modifications substantielles de la structure sociale) afin : soit de faire profiter les investisseurs minoritaires de la prime de contrôle versée par le nouveau contrôlaire ; soit d'offrir à ces minoritaires une porte de sortie face à une modification du profil de risque de la société.

Par ses interventions, le droit est ainsi appelé à définir un **niveau de protection des investisseurs**, dont l'**impact sur le marché** se fera directement ressentir.

Nombre d'études (dont une émanant de la Banque mondiale, réalisée en 2006) ont établi que le **dynamisme du marché du contrôle et la quantité d'OPA** recensée sur une place nationale se trouvent **positivement corrélés au degré de protection que cette place assure à ses investisseurs**¹².

¹¹ V. cep. sur l'impossibilité – en tous cas, *ex ante* – d'opérer la sélection entre offres créatrices de valeur et destructrices de valeur, et prônant par conséquent la neutralité du droit, Luca Enriques, European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach, FEEM Working Paper No. 45.2010.

¹² V. not. Rossi, Stefano and Volpin, Paolo F., (2004) "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions", Journal of Financial Economics 74, pp. 277-304 ; Tatiana Nenova, Takeover Laws and Financial Development, World Bank Policy Research Working Paper 4029, October 2006.

Une même corrélation se vérifie quant à l'existence et au nombre d'OPA disputées¹³, ce qui se comprend lorsque l'on sait que le contrôle des sociétés est moins contestable dans les pays à faible protection des investisseurs, la concentration du capital pouvant être considérée comme un substitut ou une conséquence d'une insuffisante protection des investisseurs¹⁴.

Comme on l'a dit à propos des offres dites hostiles, « *How countries regulate these transactions has potentially profound consequences for managerial behavior, investor returns, and the allocation of assets within the economy* »¹⁵.

Naturellement, il ne s'agit pas de dire que le droit peut tout ici. Il ne faut pas négliger les **défis** et les **limites** auxquels il est confronté.

D'abord, il n'est rien sans une **application effective** : entre le droit sur le papier et le droit tel qu'appliqué un écart considérable peut exister, et des études ont démontré l'importance de l'enforcement pour que les règles de droit puissent véritablement produire l'impact pratique attendu¹⁶.

¹³ V. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997. Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52, 1131-1150 ; Nenova, T., 2003. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68 (3), pp. 325-351.

¹⁴ Burkart, Mike C. and Panunzi, Fausto, "Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection" (February 2001). CEPR Discussion Paper No. 2708 ; Modigliani, F., Perotti, E., 1997, Protection of minority interest and the development of security markets. *Managerial and Decision Economics* 18, 519-528.

¹⁵ John Armour, Jack B. Jacobs and Curtis J. Milhaupt, A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets), Columbia Law and Economics Working Paper, Date Posted: August 13, 2010.

¹⁶ Sur l'importance du private enforcement : v. R. La Porta, F. Lopez De Silanes, A. Shleifer *Law and Finance* 106 J. Pol. Econ. 1113 (1998), and *What Works in Securities Laws?* Tuck School of Business at Dartmouth, Working Paper No. 03-22, July 16, 2003; J. R. Hay, A. Shleifer *Private Enforcement of Public Laws: A Theory of Legal Reform*, 88 Am. Econ. Rev. 398 (1998); G. Ferrarini, P. Giudici *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in J. Armour, J. A. McCahery (eds.), *After Enron: Improving Corporate Law And Modernising Securities Regulation In Europe And The US*, 159, 194–206 (2006); J. C. Coffee *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229–311 (2007); J. Armour, B. Black, B. Cheffins, R. Nolan *Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the UK and US*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 120/2009, Finance Working Paper No. 234/2009.

Sur l'importance du public enforcement : v. H. E. Jackson, M. J. Roe *Public Enforcement of Securities Laws: Preliminary Evidence*, SSRN, Working Paper, March 16, 2009; for the UK, K. Cearns, E. Ferran *Non-Enforcement Led Public Oversight of Financial and Corporate Governance Disclosures and of Auditors*, ECGI, Law Working Paper N°. 101/2008, March 2008.

Ensuite, le droit des OPA, comme celui de la guerre, a l'inconvénient d'être toujours en **retard** d'une bataille, chaque grande OPA donnant lieu à une réforme de la réglementation, qui se construit ainsi d'une manière incrémentielle mais parfois hésitante et désordonnée.

Enfin, outre les **considérations économiques et financières**, l'**environnement politique et culturel du pays**, l'**ethos** peuvent avoir plus de poids que les seules données juridiques :

Ainsi, les USA connaissent la plus grande activité mondiale en termes d'OPA alors même que le droit américain des OPA apparaît (au moins sur le papier) moins protecteur des investisseurs que le droit européen ;

Tandis que le Japon, qui s'est inspiré du droit américain des OPA au milieu des années 2000 (en consacrant notamment les *poison pills*, au moment de l'OPA hostile de Livedoor sur NBS¹⁷), n'a pas vu se développer de vague déferlante d'OPA (le modèle américain semble cependant un peu passé de mode au Japon, qui s'intéresse désormais au droit pratiqué en Europe).

On peut encore mentionner le cas britannique où la pratique des affaires décourage traditionnellement les sociétés cibles d'adopter des défenses anti-OPA alors même que la législation sur les sociétés ne les interdit pas formellement...

Pour les **autorités nationales**, la démarche ne consiste donc pas à importer ou imiter un modèle, mais au contraire à construire un **équilibre cohérent et lisible**, à adapter le droit aux réalités du marché local, afin de créer un **effet d'entraînement vertueux du point de vue économique**.

¹⁷ Adde, J. C. Coffee, Jr. Law and the Market: The Impact of Enforcement, 156 U. Pa. L. Rev. 229, December, 2007; Modigliani, F., Perotti, E., 1997. Protection of minority interest and the development of security markets, Managerial and Decision Economics 18, 519-528.

¹⁷ John Armour, Jack B. Jacobs and Curtis J. Milhaupt, A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets), Columbia Law and Economics Working Paper, Date Posted: August 13, 2010.

Les régulateurs doivent en effet garder présent à l'esprit qu'une **protection excessive ou maladroite** des investisseurs peut se révéler préjudiciable aux investisseurs eux-mêmes, en réduisant l'intérêt du recours à l'OPA. Il importe par conséquent de ne pas sacrifier à la protection des investisseurs, la **mobilité du contrôle social**, qui est un autre impératif économique tout aussi respectable¹⁸.

Cette recherche de solutions adaptées explique en grande partie le constat de la **diversité des réponses nationales** apportées de part le monde aux grandes questions soulevées par le lancement, ou même la perspective de lancement, d'une OPA.

De fait, alors que l'on parle beaucoup de convergence des droits nationaux des sociétés, on est frappé par les **divergences** existant dans la régulation des OPA¹⁹. **Même à l'échelle régionale**, européenne notamment, les tentatives d'harmonisation se heurtent à de fortes résistances. Du côté des **pays émergents**, il a été dit récemment que l'on percevait peu de signes de convergence autour des meilleures pratiques mondiales, notamment dans la régulation des OP « hostiles »²⁰.

Parmi les **grandes questions** soulevées par les OPA, dont les réponses témoignent de divergences d'appréciation et d'approche, trois méritent d'être évoquées, qui se trouvent d'ailleurs directement connectées aux vertus, mentionnées plus haut, prêtées à ces opérations :

¹⁸ Pagano, Panunzi and Zingales, ‘Osservazioni sulla Riforma della Disciplina dell’OPA, degli Obblighi di Comunicazione del Possesso Azionario e dei Limiti agli Incroci Azionari’ (1998) Rivista delle Società 152, at 166.

¹⁹ V. John Armour, Jack B. Jacobs and Curtis J. Milhaupt, A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets), Columbia Law and Economics Working Paper, Date Posted: August 13, 2010.

²⁰ V. John Armour, Jack B. Jacobs and Curtis J. Milhaupt, A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets), Columbia Law and Economics Working Paper, Date Posted: August 13, 2010.

- 1) Quel degré de transparence pré et post lancement de l'OPA convient-il d'imposer ?
- 2) Quel équilibre des armes assurer entre initiateur et cible ?
- 3) Quel niveau d'équité réserver aux investisseurs minoritaires des sociétés cibles ?

1.- Transparence du marché du contrôle :

– **La transparence des opérations sur titres cotés en bourse a réalisé de remarquables progrès depuis les années 1980.** Elle s'est imposée comme un impératif de marché, nécessitant de rompre avec la tradition du secret. Le modèle américain, d'abord pris en exemple, tend même à être dépassé dans les législations les plus avancées.

Cette transparence de ces relations capitalistiques et politiques répond directement, en effet, à des **besoins** liés au fonctionnement de la bourse.

Elle apparaît comme une condition du développement et de l'efficience du marché. La mobilité croissante du capital rend la publicité de la composition de l'actionnariat dominant et de ses modifications plus déterminante encore dans l'appréciation des investissements boursiers.

– Cette transparence emprunte des voies et moyens divers :

* En **dehors du contexte particulier d'une OPA**, les obligations de déclarations de franchissement de seuils de participation en actions et/ou en droits de vote au sein des sociétés cotées occupent une place privilégiée.

Si le principe est commun, sa **déclinaison** est riche en **différences** au plan international : les législations nationales se divisent quant aux **faits à déclarer**

(pourcentages et modes de calcul de seuils, avec recours à des présomptions de détention à géométrie variable), à l'existence de simples **intentions** à déclarer, quant aux **délais, modes de déclarations ou sanctions** en cas de défaut.

* Au seuil des OPA, c'est le **problème des rumeurs** qui est en cause et qui fait l'objet de traitements fort différents, certains pays lui réservant un régime spécifique, sur le modèle anglais.

* **Pendant l'opération** d'offre, on observe généralement une rigidification des obligations de transparence, mais là encore selon des degrés et des modalités assez disparates.

– En termes d'**analyse économique et de politique juridique**, un **équilibre** doit là aussi être trouvé entre deux impératifs, la protection des investisseurs, bien qu'indispensable, ne devant pas nuire à la mobilité du capital et du contrôle²¹. Un équilibre instable, qui explique sans doute, au moins en partie, les différences nationales constatées.

Il va sans dire, notamment, que la **structure de l'actionnariat** pèse et doit peser sur la configuration du dispositif juridique.

Par exemple, face à un **actionnariat très concentré**, les pouvoirs publics peuvent légitimement vouloir le contrôle des sociétés cotées plus contestable, et donc transparent.

La généralisation du **contrôle partagé entre blockholders** peut aussi justifier l'accent mis par la loi sur la notion d'action de concert.

De même, l'utilisation des **innovations financières** aux fins de masquer le pouvoir réel d'influence des actionnaires sur une société, à travers notamment

²¹ Guido Ferrarini, Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control, Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Conference Proceedings (forthcoming) ; Luca Enriques, European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach, FEEM Working Paper No. 45.2010.

l'usage de produits dérivés, ou bien de démultiplier le pouvoir de vote d'un actionnaire, grâce à des prêts de titres, doit imposer des mesures de transparence spécifiques. Autant de sujets auxquels s'attaquent actuellement les pays dotés de marchés développés, en y apportant cependant des réponses discordantes.

2.- Égalité ou équité dans le traitement des investisseurs minoritaires :

La question de l'opportunité d'obliger légalement l'initiateur d'une OPA ou le cessionnaire du contrôle social à acquérir la totalité des titres minoritaires de la société visée fait ici figure de point focal. Le sujet est sensible économiquement dans la mesure où il touche directement au partage de la valeur entre actionnaires de contrôle et simples investisseurs.

Il est intéressant de constater qu'à cette question simple et centrale, des **réponses divergentes** ont été apportées à travers le monde, suivant **deux modèles** presque **diamétralement opposés**, situés de part et d'autre de l'Atlantique : les **États-Unis** ayant opté pour une « *market rule* », refusant autrement dit d'imposer toute contrainte légale d'acquisition à l'initiateur d'une OPA ; tandis que l'**Union européenne** a choisi, avec la directive OPA du 21 avril 2004, de généraliser l'obligation d'étendre toute OPA à l'ensemble des titres de capital émis par la société cible (principe de l'OPA à 100%) et l'obligation pour l'acquéreur du contrôle d'une société cotée d'acquérir par voie d'OPA la totalité des titres détenus par les actionnaires minoritaires (principe de l'offre publique obligatoire ou « *mandatory bid rule* »).

Chacune des deux approches présente des **mérites** et possède ses défenseurs. Aucune n'est cependant exempte de **défauts**. Les uns et les autres peuvent être

appréciés au plan de l'efficience économique et de l'équité du sort fait aux investisseurs.

- Au plan de l'**efficience économique**, les partisans de la *market rule*, c'est-à-dire du modèle américain, font valoir que l'obligation de partager la prime de contrôle avec les minoritaires emporte nécessairement une augmentation du coût des acquisitions du contrôle, ce qui risque d'en diminuer les occurrences, au détriment des investisseurs eux-mêmes. Certains transferts efficents du contrôle se trouvent ainsi empêchés²².

Les défenseurs de la *mandatory bid rule*, pièce maîtresse du modèle européen, répondent que ce partage obligatoire de la prime de contrôle a pour avantage d'éviter la réalisation d'acquisitions du contrôle sous-optimales, ce que ne parvient pas à faire la *market rule*.

- Au plan de l'**équité**, les partisans du **modèle américain** contestent la légitimité de la revendication des investisseurs de participer au partage des primes de contrôle ; ils ont pour eux, paradoxalement, le **principe d'égalité** tel qu'entendu en droit commun des sociétés, lequel ne s'impose qu'entre actionnaires se trouvant dans la même situation juridique, ce qui n'est manifestement pas le cas des actionnaires contrôlaires et des actionnaires minoritaires.

Et si l'on peut considérer que le **surprix** que l'acquéreur est disposé à verser pour disposer du contrôle de la société intègre en partie certains éléments que les minoritaires pourraient être fondés à revendiquer, cela ne justifie pas

²² V. Lucian A. Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 136 ; Guido Ferrarini, Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control, Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Conference Proceedings (forthcoming) ; Mike Burkart, Fausto Panunzi, Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process, Law Working Paper N°. 10/2003, June 2003 ; Mike Burkart, Fausto Panunzi, Takeovers, January 2006, ECGI - Finance Working Paper No. 118/2006.

d'imposer une véritable identité de traitement entre majoritaires et minoritaire et nier toute valeur propre au pouvoir de contrôle dans les sociétés par actions²³.

Tout au plus, cette considération devrait porter à militer en faveur de mesures légales destinées à réduire les bénéfices privés du contrôle et donc les **primes de contrôle**. Comment ? Par une amélioration de la **protection des actionnaires** dans le cours normal de la vie sociale.

Les **études empiriques** démontrent en effet l'existence d'une corrélation négative entre le niveau des primes de contrôle et celui de la protection des investisseurs sur un marché²⁴. Raison pour laquelle le niveau de ces primes varie fortement selon les pays : alors qu'elles sont inférieures à 10% au Japon, en Allemagne, en Grande-Bretagne ou aux États-Unis, elles atteignent 20% en Suisse, 29% en Italie et parfois bien plus dans les pays émergents : 27% en Argentine, Colombie et Venezuela, 36% au Mexique, 48% en Corée ou 58% en République Tchèque²⁵.

À cette conception restrictive et toute relative de l'égalité juridique des actionnaires, tirée du droit commun des sociétés, la **mandatory bid rule** oppose une approche plus **généreuse** et certainement plus **opportuniste** en imposant une égalité de traitement exceptionnelle, propre au domaine boursier car dictée par les impératifs de marché. Ce privilège accordé aux minoritaires est ici conçu comme un élément déterminant d'une politique d'attrait et de séduction des investisseurs en bourse. Une telle politique commande en effet que les épargnants aient le sentiment que le marché fonctionne dans des conditions loyales et équitables.

²³ V. B. Husson, op. cit. ; M. Nussenbaum, *Les différentes facettes de la valeur : valeur intrinsèque et valeur d'acquisition*, Banque, 1989.804 ; A. Chevalier, *Panorama des méthodes d'évaluation des entreprises*, P. A., 21 mars 1990, n° 35, p. 16 ; L. Zingales, *Les petits priviléges du contrôle majoritaire*, Les Échos, 10-11 avr. 1998, L'Art de la Finance, p. X.

²⁴ Tatiana Nenova, Takeover Laws and Financial Development, World Bank Policy Research Working Paper 4029, October 2006.

²⁵ Tatiana Nenova, Takeover Laws and Financial Development, World Bank Policy Research Working Paper 4029, October 2006.

Une telle perception s'accommodeait mal d'un traitement ouvertement inégalitaire entre majoritaires et minoritaires à l'occasion d'opérations aussi médiatiques que les OPA. Au reste, la consécration des principes de l'OPA à 100 % et de l'offre publique obligatoire s'est souvent opérée à la suite d'opérations structurées pour ne profiter qu'au cédant, et non aux minoritaires, qui ont soulevé dans **l'opinion publique** une vague de protestations (ce fut le cas de la France ou celui du Chili, où l'introduction de l'OPO a eu des répercussions favorables sur le marché des OP et des IPO²⁶).

Cette approche boursière, qui permet d'associer les minoritaires aux opérations les plus lucratives qui soient au cours de la vie sociale, est d'autant plus importante sur des **marchés émergents**, moins dynamiques en termes de distributions de dividendes et de réalisation de gains en capital. De manière générale, lorsque la protection des investisseurs est considérée comme faible, la tentation est grande d'adopter la *mandatory bid rule*.

Au plan mondial, une **tendance globale** se dessine en ce sens. Mais pour éviter d'handicaper la mobilité du contrôle, on joue sur les éléments de l'obligation. D'où la **diversité** constatée des législations sur le sujet, afin de l'adapter aux situations locales : not. en matière de définition des **seuils** déclenchant l'OPO, le calcul du **prix** de référence ou l'existence de **dérogations** à l'obligation d'offre.

Au sein de l'**Union européenne**, la directive sur les OPA a fixé un **prix** de référence (assorti cependant d'importantes dérogations), mais s'est bien gardée définir le **contrôle** dont l'acquisition déclenche l'obligation de lancer une OPA.

Dans le **monde**, les **seuils** d'OPO varient amplement : allant de 15% pour l'Inde, 25% pour le Ghana, souvent 30 % en Europe, jusqu'à 67% pour la

²⁶ Tatiana Nenova, Takeover Laws and Financial Development, World Bank Policy Research Working Paper 4029, October 2006.

Finlande. Au-delà des pourcentages, les modes de calcul des seuils d'OPA diffèrent très significativement d'un pays à l'autre (auj. question de l'inclusion des dérivés).

En bref, l'équité boursière, si elle est conçue comme l'alliée et non l'ennemie du dynamisme des marchés, se révèle à géométrie variable, en partie pour cette raison même.

3.- Équilibre des armes entre initiateur et cible :

Sous cet intitulé perce la question de la **légitimité** et du **niveau d'acceptabilité des défenses anti-OPA** inamicales ou hostiles. Une **question difficile** et lancinante pour de nombreux régulateurs boursiers nationaux, bien que son **acuité** dépende du degré de contestabilité « naturelle » du contrôle des sociétés cotées dans le pays. Il faut, en effet, commencer par distinguer les **barrières structurelles** et les **barrières techniques** aux OPA²⁷.

Les **barrières structurelles** tiennent à l'environnement économique et financier des entreprises concernées qui les abritent du risque d'OPA hostile (concentration de l'actionnariat, faible financement par le marché...).

Les **barrières techniques** sont, au contraire, érigées par la loi ou les statuts, plus ou moins artificiellement et utilisées par des sociétés objectivement opéables.

S'agissant des **barrières techniques**, pour lesquelles le droit joue un rôle éminent, et qui nous intéressent donc ici au plus haut point, un regard international enseigne que rares sont les législations à adopter une position extrême sur le sujet, qui consisterait à les interdire ou les autoriser toutes. Partout

²⁷ Guido Ferrarini, Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control, Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Conference Proceedings (forthcoming).

règne le **compromis**. Un compromis, certes plus ou moins équilibré mais qui tend vers l'**équilibre** ou se présente comme tel. Non pas seulement pour la beauté de l'équilibre, une beauté toute romaine (*in medio stat virtus*), mais par souci d'efficacité économique et financière.

Ce compromis est partout le résultat de l'intégration d'un certain nombre **facteurs** et de **contraintes** :

- L'influence, tout d'abord, du **niveau de contestabilité naturelle** du contrôle des sociétés cotées : certains auteurs ont mis en évidence le fait que dans les pays où les sociétés sont naturellement protégées contre les OP hostiles, le droit des OPA se révèle moins favorable aux sociétés cibles, et vice-versa²⁸.

- La considération, ensuite, que certaines défenses anti-OPA peuvent participer à la **création de valeur** actionnariale si elles sont conçues comme un moyen de relèvement du prix d'offre ou de dissuasion des offres sous-estimant la valeur des titres sociaux.

- La conscience, aussi, qu'une **limitation excessive des moyens de défense** anti-OPA peut produire un impact négatif, en rendant l'introduction des sociétés en bourse moins attractive pour certains entrepreneurs²⁹.

- Enfin, et peut-être surtout, le souci de **proportionner** les défenses disponibles à la violence des attaques potentielles.

Ce dernier élément permet, de notre point de vue, en partie tout au moins, de comprendre et justifier les **différences fondamentales existant les modèles législatifs dominants**, notamment entre le **modèle américain** (où les défenses les plus redoutables (*poison pills*) n'ont pu être validées en justice qu'à raison de l'agressivité des OPA auxquelles elles répondaient (offres partielles, *two-tier*

²⁸ Guido A. Ferrarini and Geoffrey P. Miller, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, Cornell International Law Journal, Forthcoming, ECGI - Law Working Paper No. 139/2010, NYU Law and Economics Research Paper No. 09-42.

²⁹ Guido Ferrarini, Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control, Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Conference Proceedings (forthcoming).

offers...)) ; et le **modèle britannique et européen** où le strict encadrement des OPA (OPO, interdiction des offres partielles ; possibilité pour les minoritaires d'apporter leurs titres à l'offre même après sa clôture, ce qui permet d'attendre le résultat de l'offre avant de se décider, diminuant ainsi la pression de fait subi par les minoritaires face à l'initiateur) devrait rendre le recours aux défenses moins nécessaire à la sauvegarde de l'intérêt des investisseurs. La réglementation des OPA peut ainsi jouer un rôle de substitut ou de complément aux défenses.

À cet égard, **deux observations** méritent d'être énoncées :

- D'une part, il est difficile de se prononcer aujourd'hui sur la **supériorité de tel ou tel modèle** (voir les interminables débats académiques sur la meilleure manière de réglementer les défenses anti-OPA). Ce qui ne signifie pas pour autant que le choix du modèle soit indifférent : s'il peut y avoir équivalence fonctionnelle entre les deux systèmes³⁰, un système peut s'avérer plus coûteux qu'un autre³¹ ; de même, lorsque le droit des sociétés limite les possibilités de défense, le choix des régulateurs des OPA devient plus réduit³². On observe en tous cas que les *poison pills* version US sont quasi-inexistantes en dehors de leur pays natal (v. simplement les versions plus soft et proportionnées des pilules japonaises ou surtout françaises).

- D'autre part, on relève entre les droits nationaux des OPA des **différences fondamentales** y compris **entre des pays présentant de très nombreuses analogies**, comme les États-Unis et le Royaume-Uni³³. Des différences perceptibles tant dans le **contenu** que dans le **mode de régulation**, le second ayant sans doute un impact significatif sur le premier, compte tenu des

³⁰ V. Marco Ventoruzzo, The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economic Ends?, Penn State Legal Studies Research, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4.

³¹ John Armour, David A. Skeel, jr., The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation, Regulation, Fall 2007, 2005.

³² Guido Ferrarini, Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control, Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Conference Proceedings (forthcoming).

³³ John Armour, David A. Skeel, jr., The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation, Regulation, Fall 2007, 2005.

influences politiques ou économiques auxquelles les différentes autorités de régulation peuvent être plus ou moins sensibles³⁴.

L'exemple de l'harmonisation imparfaite du **droit des défenses anti-OPA au plan communautaire** démontre également l'importance en la matière de la « *path dependency* », qui rend difficile la transposition et la généralisation d'un modèle (en l'occurrence le modèle britannique) à l'ensemble de l'Europe³⁵, compte tenu de la diversité des environnements et des histoires propres à chacun des pays qui la composent (la directive OPA du 21 avril 2004 n'a ainsi pu être adoptée qu'au prix de la disparition de toute contrainte juridique pesant sur les États en matière de restriction des défenses anti-OPA³⁶).

Si une **évolution globale** semble se dessiner en faveur d'un système de règles de hard ou *soft law* condamnant les pratiques les plus attentatoires aux intérêts des investisseurs de la part des initiateurs ou des managers, il reste que la manière dont le droit des OPA se construit dans les différents pays, et les influences qu'il y subit, aboutit souvent à conforter les intérêts dominants en

³⁴ Aux US, l'offre publique est régulée par l'autorité boursière fédérale et la légitimité des défenses anti-OP très souvent évaluée par les juges d'États ; tandis qu'en Grande-Bretagne, le rôle essentiel est joué, non pas par des juristes, mais le TOP, une autorité dominée par les financiers et procédant de manière flexible, fidèle au modèle historique d'autorégulation. Explications : orthodoxe : structure fédérale des US (choix d'incorporation des sociétés, sensibilité des États aux intérêts des managers) ; public choice theory : construction historique du droit des OPA (influence des investisseurs institutionnels en Grande-Bretagne, alors que celle-ci a été combattue par les grandes lois américaines de 1933-1934).

³⁵ V. Luca Enriques, European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach, FEEM Working Paper No. 45.2010 ; Paul L. Davies, Edmund-Philipp Schuster, Emilie Van de Walle de Ghelcke, The Takeover Directive as a Protectionist Tool?, ECGI - Law Working Paper No. 141/2010 ; Giovanni Tamburini Sr., Harmonization of Takeover Discipline: A Comparative Law and Economic Overview, SSRN, Working Paper Series, 2009 ; Thomas Papadopoulos, Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive Takeover Regulation: A Legal Approach, Icfai Books, Icfai University Press (IUP), Icfai University, 2008.

³⁶ Au résultat, seuls Chypre, la Finlande, la Lettonie, Malte et la Roumanie ont transposé la directive dans un sens bidder friendly, à travers l'introduction du principe de neutralité du conseil d'administration, sans réciprocité ; tandis que 7 autres pays ont fait le chemin inverse en introduisant une clause de réciprocité (France, Grèce, Portugal, Slovénie, Espagne, Italie, Hongrie) ou même en rendant optionnel le principe de neutralité (Italie, Hongrie), v. Paul L. Davies, Edmund-Philipp Schuster, Emilie Van de Walle de Ghelcke, The Takeover Directive as a Protectionist Tool?, ECGI - Law Working Paper No. 141/2010.

Sur la révision de la directive, programmée pour mai 2011, v. Paul L. Davies, Edmund-Philipp Schuster, Emilie Van de Walle de Ghelcke, The Takeover Directive as a Protectionist Tool?, ECGI - Law Working Paper No. 141/2010. V. en général, sur la justification du choix de la solution optionnelle la plus restrictive, v. Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, Optimal Defaults for Corporate Law Evolution, 96 NW. U.L. REV. 489, 492 (2002).

place³⁷, au détriment parfois de la mobilité du contrôle et de l'efficience économique et financière.

Reste à savoir si et dans quelle mesure, cette politique conservatrice peut résister, et à quel prix, à la **pression globale vers l'adoption des meilleures pratiques internationales**. Autant de sujets sensibles sur la table des régulateurs, et pas seulement au sein des pays émergents, dont la résolution déterminera l'évolution du droit des OPA à travers le monde. Une évolution encore loin d'être achevée...

³⁷ V. John Armour, Jack B. Jacobs and Curtis J. Milhaupt, A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets), Columbia Law and Economics Working Paper, Date Posted: August 13, 2010.