

**La directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les
offres publiques d'acquisition : histoire d'un compromis à
l'européenne**

Alison HUBIN

Travail de fin d'études

Master en droit à finalité spécialisée en droit des affaires

Année académique 2016-2017

Recherche menée sous la direction de :

Monsieur Nicolas THIRION

Professeur ordinaire

RESUME

En 1989, la Commission européenne a, pour la première fois, présenté un projet de directive réglementant la matière des offres publiques d'acquisition, dont le but était l'harmonisation de la matière. Après de nombreuses modifications et, notamment, l'intervention du Parlement européen, la directive n'a été adoptée qu'en 2004, soit quinze ans après la première proposition.

L'objet de ce présent travail est de déterminer comment, après autant d'années, l'adoption de la directive a été si peu satisfaisante. En effet, grâce aux différentes analyses que nous effectuerons, notamment celles de droits en vigueur avant la directive et des oppositions existant au sein de l'Union européenne, nous arriverons au constat selon lequel la directive n'a, en réalité, pas réellement harmonisé la matière des offres publiques d'acquisition.

REMERCIEMENTS

J'aimerais tout d'abord remercier le professeur Nicolas Thirion, qui s'est montré très présent pour l'encadrement de ce travail et qui a prodigué de précieux conseils pour l'amélioration de celui-ci.

Je remercie également Mesdemoiselles Alysson Havard et Laetitia Nikkels, dont les relectures et les encouragements m'ont aidé à progresser. Enfin, je souhaiterais remercier mes parents, mon frère, Lionel et Luna, dont le soutien m'a été indispensable.

Table des matières

I.- INTRODUCTION	9
II.- CHAPITRE 1 : GENERALITES	10
A.- SECTION 1 : DEFINITION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION	10
B.- SECTION 2 : LES DIFFERENTS TYPES D'OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION	12
1) OPA obligatoire ou volontaire	12
2) OPA amicale ou hostile, agressive	12
3) Offre publique d'échange ou d'achat	13
III.- CHAPITRE 2 : ANALYSE DE CERTAINS DROITS EN VIGUEUR AVANT LA DIRECTIVE EUROPEENNE.....	13
A.- SECTION 1 : LE DROIT ALLEMAND	14
1. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20 Dezember 2001.....	14
2. Son champ d'application	14
3. Les obligations de l'offrant	15
a. Offre publique d'acquisition volontaire.....	15
b. Offre publique d'acquisition obligatoire	16
4. Mécanismes de défense	17
a. Antérieures au lancement de l'offre publique d'acquisition	17
(i) Mesures ne figurant pas dans la WpÜG.....	17
(ii) Mesures prévues dans le §33 de la WpÜG	18
b. Postérieures au lancement de l'offre publique d'acquisition.....	18
(i) Le principe de base	18
(ii) Les exceptions du §33 (1)	19
B.- SECTION 2 : LE DROIT ANGLAIS	20
1. Le Companies Act de 1985 et le City Code on Takeovers and Mergers.....	20
2. Son champ d'application	21
3. Les obligations de l'offrant	21
a. Offre publique d'acquisition volontaire.....	21
b. Offre publique d'acquisition obligatoire	22
4. Mécanismes de défense	23
a. Antérieurs au lancement de l'offre publique d'acquisition	23
b. Postérieurs au lancement de l'offre publique d'acquisition.....	23
C.- SECTION 3 : LE DROIT BELGE.....	24
1. La loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en Bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition et l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés	24
2. Le champ d'application.....	25
3. Les obligations de l'offrant	26
a. Offre publique d'acquisition volontaire.....	26
b. Offre publique d'acquisition obligatoire	27
4. Mécanismes de défense	27
a. Antérieurs au lancement de l'offre publique d'acquisition	28
b. Postérieurs au lancement de l'offre publique d'acquisition.....	28
D.- SECTION 4 : CONCLUSION PROVISOIRE.....	29

IV.- CHAPITRE 3 : LA DIRECTIVE 2004/25/CE DU 21 AVRIL 2004 CONCERNANT LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION.....	30
A.- SECTION 1 : PROCEDURE CONCERNANT LA TREIZIEME DIRECTIVE AVANT L'ADOPTION DE LA VERSION DEFINITIVE	30
B.- SECTION 2 : LE COMPROMIS SOUS-TENDANT L'ADOPTION DE LA VERSION FINALE	32
1) <i>Sous-section 1 : Opposition entre deux conceptions de l'offre publique d'acquisition : rappel des deux philosophies.....</i>	<i>32</i>
a) Philosophie allemande	32
b) Philosophie anglaise.....	33
2) <i>Sous-section 2 : Version finale de la directive.....</i>	<i>34</i>
a) Le processus d'adoption de la directive 2004/25/CE	34
b) Le contenu de la directive	35
1. Son champ d'application	35
2. Les obligations de l'offrant	35
a. Offre publique d'acquisition volontaire.....	35
b. Offre publique d'acquisition obligatoire	36
3. Les mesures de défense	36
a. Mesures de défense antérieures au lancement de l'OPA	36
b. Mesures de défense postérieurs au lancement de l'OPA	37
c. Compromis : la transposition facultative des articles 9 et 11 et la clause de réciprocité	38
C.- SECTION 3 : LA TRANSPOSITION DE LA DIRECTIVE DANS CERTAINS ETATS MEMBRES.....	39
1) <i>Sous-section 1 : Remarque préliminaire</i>	<i>39</i>
2) <i>Sous-section 2 : Transposition allemande.</i>	<i>40</i>
3) <i>Sous-section 3 : Transposition anglaise.....</i>	<i>41</i>
4) <i>Sous-section 4 : Transposition belge</i>	<i>41</i>
V.- CONCLUSION : LA DIRECTIVE 2004/25/CE REALISE-T-ELLE VRAIMENT UNE HARMONISATION DE LA MATIERE ?.....	43

I.- INTRODUCTION

La directive concernant les offres publiques d'acquisition, telle que proposée par la Commission, avait pour objectif d'harmoniser la réglementation de telles offres, tout en empêchant le conseil d'administration d'agir pour les contrer. Cependant, cette proposition a été considérée comme trop libérale par le Parlement. Il a donc fallu trouver un compromis pour que la directive soit adoptée. La solution a été de rendre les articles controversés facultatifs, rendant l'harmonisation moins efficace et entière. Ce travail portera essentiellement sur ce qui a mené à ce compromis et ses conséquences.

Avant d'analyser pleinement les réflexions qui ont animé la Commission et le Parlement européen, une brève définition de ce qu'est une offre publique d'acquisition sera nécessaire. Ensuite, le Parlement et la Commission ayant suivi deux philosophies différentes concernant la réglementation de celles-ci, il sera fait une comparaison des réglementations des pays suivant l'une ou l'autre philosophie. Les systèmes allemand et belge seront donc opposés et comparés au système anglais. Les mécanismes de défense choisis et adoptés ou non par ces pays seront notamment mentionnés.

Cela nous mènera à l'analyse des travaux préparatoires, de la procédure d'adoption de la directive et au point de savoir en quoi elle constitue un compromis. La directive devant être transposée dans les Etats membres, nous chercherons enfin quels pays déjà mentionnés ont fait le choix ou non d'adopter les mesures facultatives, avec une attention particulière consacrée à la loi belge du 1^{er} avril 2007.

II.- CHAPITRE 1 : GÉNÉRALITÉS

Avant de commencer l'analyse approfondie des régimes en vigueur concernant les offres publiques d'acquisition avant et après la directive 2004/25, il nous semble important de définir le concept d'offre publique d'acquisition (ou OPA) afin que le principe soit clair pour la suite de l'exposé. Ensuite, nous nous pencherons sur les différents types d'offres publiques d'acquisition. En effet, il est important de savoir en quoi une offre publique d'acquisition peut se différencier d'une autre, notamment pour cerner le champ d'application des lois, mais également pour savoir en quoi les mécanismes de défense que nous verrons aux chapitres 2 et 3 peuvent avoir une utilité.

A.- SECTION 1 : DEFINITION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION

La directive 2004/25 définit la notion d'offre publique d'acquisition (ci-après OPA) en son article 2 1. a) comme suit : « une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national ». Cette définition a un effet miroir car renvoie à la notion d'offre publique, il nous semble donc intéressant de voir si les droits ayant transposé la directive n'offrent pas une définition plus complète.

La loi belge du 1^{er} avril 2007 transposant la directive européenne définit, quant à elle, l'OPA en son article 3 §1^{er} 1^o : il s'agit d'« une offre s'adressant aux détenteurs de titres de la société visée et destinée à acquérir tout ou partie de leurs titres, que l'offre soit volontaire ou obligatoire ». Pour la première fois en Belgique, la notion d'OPA est définie, cela n'était pas le cas dans l'ancienne loi de 1989¹.

Nous pouvons constater que trois différences existent entre les définitions données par la loi belge et par la directive européenne². Les deux premières résident dans le texte même des définitions données aux offres publiques d'acquisition. La loi belge a voulu viser les offres d'une façon plus large³ *via* deux extensions de la définition de l'OPA. Premièrement, là où la directive restreint la définition aux seules offres publiques d'acquisition qui visent à acquérir le contrôle de la société, la définition belge vise toute OPA, peu importe son but⁴.

¹ B. VAN DEN HOVE , « Les offres publiques d'acquisition et de retrait en Belgique, Aspects théoriques et pratiques », *G.J.U.E.*, titre 5, liv. 50, suppl. 83, novembre 2008, Waterloo, Kluwer, p. 16 ; M. FYON, P. WAUTELET, « Le champ d'application, les questions de droit international privé et le prospectus », in Y. DE CORDT (dir.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition : journée d'études du vendredi 30 novembre 2007*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 57 ; A. BRUYNEEL, « Les offres publiques d'acquisition: réforme de 1989 », *J.T.*, 1990, p. 41.

² M. FYON, P. WAUTELET, *op. cit.*, p. 58.

³ B. VAN DEN HOVE , *op. cit.*, p. 16.

⁴ *Ibidem*, p. 16.

Deuxièmement, la loi belge vise également le rachat d'actions propres à caractère public alors que la directive européenne l'exclut expressément de la définition⁵.

La troisième différence concerne l'absence ou la présence d'une explication quant au caractère public de l'offre⁶. La directive européenne ne précise pas en quoi et comment une offre d'acquisition peut être publique. La loi belge a voulu être précise sur cette notion en donnant, dans son article 6, les conditions pour qu'une offre d'acquisition soit considérée comme telle. Bien que cette volonté d'exactitude de la part du législateur belge soit remarquable, il aurait été plus clair de définir la notion d'offre d'acquisition dans l'article 3 puis de définir le concept de « public » juste après⁷.

Une offre, pour être considérée comme une OPA au sens de la loi belge, doit donc à la fois répondre à la définition de l'article 3 (c'est-à-dire devoir s'adresser aux détenteurs des titres d'une société et être destinée à acquérir les titres) et être publique au sens de l'article 6, c'est-à-dire remplir un des deux critères énoncés dans l'article⁸ : (i) diffusion, sur le territoire belge, d'une communication adressée à des personnes sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, qui présente une information suffisante sur les conditions de l'offre pour mettre un détenteur de titres en mesure de décider de céder ses titres et qui est faite par l'offrant ou une personne agissant pour le compte de ces personnes ; (ii) mise en œuvre, sur le territoire belge, par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui ou par une personne agissant pour le compte de ces personnes, de procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, destinés à annoncer ou à recommander l'offre publique d'acquisition.

Enfin, il nous semble important de voir comment est définie l'OPA en droits allemand et anglais, la suite de l'exposé leur étant partiellement consacré. En droit allemand, l'OPA est définie brièvement dans la *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* du 20 décembre 2001⁹ comme suit : « Angebote, die auf den Erwerb der Kontrolle gerichtet sind¹⁰ »¹¹. Nous remarquons que cette définition est plus proche de celle de la directive 2004/25 que celle contenue dans la loi belge. En droit anglais, la directive a été transposée dans la partie 28 du *Companies Act* 2006. La notion d'offre publique d'acquisition n'y est pas définie, un simple renvoi étant fait à la définition de la directive¹².

⁵ M. FYON, P. WAUTELET, *op. cit.*, p. 58.

⁶ M. FYON, P. WAUTELET, *op. cit.*, p. 57 ; B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 20.

⁷ M. FYON, P. WAUTELET, *op. cit.*, p. 57.

⁸ *Ibidem*, p. 60.

⁹ §29 Begriffsbestimmungen de la loi.

¹⁰ Traduction libre : Offre dont le but est l'acquisition du contrôle.

¹¹ H. WIRTZ, « Übernahmeangebote und sonstige öffentliche Angebote zum Erwerb von Aktien : Ausgestaltungsmöglichkeiten und deren Beschränkung durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz », *Diskussionsbeitrag Nr. 353 des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität in Hagen*, 2004, p. 4.

¹² Articles 943, 971 du *Companies Act* 2006.

B.- SECTION 2 : LES DIFFERENTS TYPES D'OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

Maintenant que nous avons déterminé comment reconnaître une offre publique d'acquisition aux sens de la directive européenne 2004/25 et de la loi belge, il est important de différencier les types d'offres publiques d'acquisition, car ceux-ci auront un impact à la fois sur le champ d'application des différentes dispositions légales et sur l'intérêt d'appliquer ou non un mécanisme de défense.

1) OPA obligatoire ou volontaire

Il convient tout d'abord de différencier les OPA obligatoire et les OPA volontaires. Nous sommes en présence d'une offre publique d'acquisition obligatoire lorsqu'une personne atteint un certain seuil de titres ou obtient le contrôle de la société et est de ce fait obligé de lancer une OPA. *A contrario*, l'offre publique d'acquisition est volontaire lorsqu'une personne décide librement de la lancer. Cette distinction a été effectuée dans la directive 2004/25, dès l'article 2, dans la définition de l'OPA que nous avons vue ci-dessus : « qu'elle soit obligatoire ou volontaire ».

L'offre publique d'acquisition obligatoire est explicitée à l'article 5 de la directive : « Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'art 1^{er} paragraphe 1, qui, additionnés à toutes les participations en ces titres qu'elle détient déjà et à celles des personnes agissant de concert avec elle, lui confèrent directement ou indirectement un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société lui donnant le contrôle de cette société, les Etats membres veillent à ce que cette personne soit obligée de faire une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de cette société. Cette offre est adressée dans les plus brefs délais à tous les détenteurs de ces titres et porte sur la totalité de leurs participations, au prix équitable défini au paragraphe 4 ».

La directive ne donne aucune définition de l'offre publique d'acquisition volontaire. Nous en déduisons donc qu'il s'agit des autres cas, où l'offrant lance l'OPA de son plein gré.

2) OPA amicale ou hostile, agressive

Nous pouvons également différencier les offres publiques d'acquisition amicales, amiables et les offres publiques d'acquisition hostiles, agressives¹³.

¹³ R. WITTERWULGHE, *L'offre publique d'acquisition : une analyse juridique*, Bruxelles, De Boeck, 1988, p. 29.

Elles se distinguent par la réaction, l'absence ou la présence de consentement de la société dont les titres font l'objet de l'OPA¹⁴. Lorsque celle-ci accepte qu'une OPA soit lancée sur les titres qu'elle a émis, il s'agit d'une OPA amicale¹⁵. Par contre, si elle est lancée alors même que la société qui en est l'objet n'est pas d'accord, il s'agit d'une OPA hostile¹⁶. C'est dans le cas d'une OPA hostile que les sociétés mettront en place ou utiliseront des mécanismes de défense.

3) Offre publique d'échange ou d'achat

Enfin, une OPA pourra être d'échange ou d'achat en fonction de la contrepartie qui sera offerte au titulaire de titres. Si celle-ci consiste en d'autres titres, il s'agira d'une offre publique d'échange. Si cela porte sur une contrepartie en argent, il s'agira d'une offre publique d'achat. Bien qu'il nous semblait important de distinguer ces deux notions, elle aura moins d'impact pour la suite de l'exposé.

III.- CHAPITRE 2 : ANALYSE DE CERTAINS DROITS EN VIGUEUR AVANT LA DIRECTIVE EUROPÉENNE

Il nous semble important de comparer dans un premier temps les droits en vigueur avant l'adoption de la directive européenne 2004/25 afin qu'il soit plus aisé de voir les différents changements et modifications qu'elle a opérés dans les droits des Etats membres.

Afin qu'un contraste soit créé entre différents droits, nous avons décidé de nous focaliser sur les droits allemand, anglais et belge. Pour chaque droit analysé, l'accent sera mis sur le champ d'application de la législation, les obligations de l'offrant et surtout sur l'existence ou non de mécanismes de défense contre les offres publiques d'acquisition.

Concernant les obligations de l'offrant, nous verrons que celles-ci relèvent généralement de deux considérations, matérialisées dans les objectifs de transparence et d'égalité des actionnaires. Ces deux buts étant poursuivis dans chaque droit, nous verrons si les mêmes obligations sont imposées aux offrants.

¹⁴ H. SCHINDERA, « Die Kompetenzverteilung der Organe einer Aktiengesellschaft im Übernahmeverfahren », *Inaugural-Dissertation zur Erlangung der Doktorwürde der Juristischen Fakultät der Eberhard-Kalrs-Universität Tübingen, prononcé le 16 juillet 2002*, p. 9.

¹⁵ *Ibidem*, p. 10.

¹⁶ H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 11.

A.- SECTION 1 : LE DROIT ALLEMAND

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz du 20 décembre 2001

La matière des offres publiques d'acquisition est réglée, en Allemagne, par la *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* du 20 décembre 2001¹⁷ (ci-après, WpÜG), c'est-à-dire la loi relative à l'acquisition de titres et aux offres publiques d'acquisition. Cette réglementation, tardive, certes, est justifiée par une importante OPA qui a eu lieu en 2000, la plus grande jusqu'alors¹⁸.

L'OPA en question fut lancée par le britannique Vodafone à l'encontre de Mannesmann, grande société de l'économie allemande¹⁹. Vodafone a d'abord tenté une OPA amicale auprès de Mannesmann en novembre 1999, mais celle-ci a été refusée. Vodafone n'en est pas resté là et a donc lancé une OPA hostile à l'encontre de la société. Le 5 février 2000, après avoir lutté pendant deux mois contre l'OPA, le directoire et le conseil de surveillance de Mannesmann ont conseillé aux actionnaires d'échanger leurs actions contre des actions de Vodafone. L'enjeu s'élevait à 370 Milliards de Marks et était le plus grand connu jusque là. Le chancelier Gerhard Schröder et le Ministre-Président de la Rhénanie-du-Nord-Westphalie Wolfgang Clement avaient fait part de leurs inquiétudes face aux méthodes employées par Vodafone. Le succès de la prise de contrôle de Vodafone sur Mannesmann a attiré l'attention de l'Allemagne sur la nécessité de réglementer les OPA, au vu des conséquences que celles-ci peuvent avoir.

1. Son champ d'application

L'*Abschnitt* 1, qui reprend les dispositions générales, s'applique à l'ensemble de la loi. Le §1, quant à lui, règle son champ d'application²⁰. Elle s'applique, selon (1), aux offres visant l'obtention de titres d'une société-cible, admise sur un marché réglementé²¹. Quant aux (2) à (5), ils prévoient les cas particuliers de sociétés, dont les titres se trouvent à l'étranger ou dont le siège se trouve dans un autre Etat membre de l'Union européenne.

Les offres publiques d'acquisition sont plus particulièrement réglementées par l'*Abschnitt* 4 (*Übernahmeangebote*) pour les OPA volontaires, donc les offres qui ont pour objectif l'obtention du contrôle de la société²² et par l'*Abschnitt* 5 (*Pflichtangebote*) pour les OPA

¹⁷ H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 1.

¹⁸ C. M. BRÜLS, « La transposition de la treizième Directive du 21 avril 2004 dans d'autres pays européens, aspects de droit comparé : l'exemple de l'Allemagne », in Y. DE CORDT (dir.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition : journée d'études du vendredi 30 novembre 2007*, Waterloo, Kluwer, 2007, p. 302.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 25.

²¹ H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 20.

²² *Ibidem*, p. 22.

obligatoires. Le contrôle de la société est, selon le §29 (2), obtenu par l'acquisition de 30% des droits de vote de celle-ci²³.

Le §34 rend une série de dispositions de l'*Abschnitt* 3 sur la « simple » acquisition de titres applicables aux OPA volontaires²⁴. Il en va de même pour le §39, qui rend certaines dispositions des *Abschnitte* 3 et 4 applicables aux OPA obligatoires²⁵.

2. Les obligations de l'offrant

Le §3 de la WpÜG donne les principes généraux s'appliquant à la loi. Il s'agit notamment de l'égalité de traitement des titulaires de titres et du fait d'assurer une bonne information les concernant²⁶.

a. Offre publique d'acquisition volontaire

Comme nous l'avons vu ci-dessus, les OPA volontaires sont principalement réglementées par l'*Abschnitt* 4 de la loi du 20 décembre 2001. Les dispositions de l'*Abschnitt* 3 relatives aux offres visant l'acquisition de titres sont également applicables, en vertu du §34²⁷. Concernant les obligations de l'offrant, celles-ci répondent généralement à l'objectif d'égalité de traitement ou de bonne information, transparence à l'égard des porteurs de titres.

L'OPA doit, en vertu du §32, porter sur l'ensemble des titres de la société-cible²⁸. Dans le cas contraire, l'offre sera irrecevable. Il s'agit ici d'assurer l'égalité de traitement entre tous les porteurs de titres.

Concernant l'objectif relatif à la bonne information, la transparence, l'offrant doit, en vertu du §10, rendre publique sa décision de faire une offre²⁹. Il doit ensuite avertir le directoire de la société-cible par écrit. Celui-ci avertira le comité d'entreprise ou, à défaut, les travailleurs. De même, le §11 énumère tous les documents que l'offrant doit remettre et rendre publics³⁰. Ceux-ci doivent contenir toutes les informations nécessaires pour qu'une décision soit prise sur l'offre. Si les documents sont incomplets ou incorrects, le §12 organise le recours que peut intenter celui qui a accepté l'offre. Les documents doivent être communiqués dans les quatre semaines suivant la publication de la décision de remettre une offre (§14). L'offre peut, en vertu du §15, être interdite, en cas de non-respect des §§ 11 et 14, par la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*³¹, office fédéral chargé, en vertu du §4, de la surveillance des

²³ H. WIRTZ, *op. cit.*, pp. 22 et 24 ; H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 5 ; A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, « Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit », *Arbeitspapiere aus dem Institut für Wirtschaftsrecht*, Heft 11, 2003, p. 5.

²⁴ H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 22.

²⁵ *Ibidem*, p. 23.

²⁶ H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 25.

²⁷ H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 22.

²⁸ *Ibidem*, pp. 26 et 40-41.

²⁹ H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 18 ; A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, *op. cit.*, p. 8.

³⁰ H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 18.

³¹ Traduction libre : Office fédéral pour la surveillance des services financiers.

OPA. Dans ce cas, l'offrant doit attendre un délai d'un an avant de relancer une offre sur la même société-cible (§26)³².

D'autres obligations sont imposées à l'offrant. Il doit également, en vertu du §31, proposer une contrepartie équitables aux actionnaires de la société-cible³³. Celle-ci doit consister en une contrepartie en euros ou en titres admis sur un marché réglementé, qui donnent lieu à un droit de vote, suivant qu'il s'agisse d'une offre publique d'achat ou d'échange. La contrepartie est obligatoirement un prix en euros lorsque l'offrant a, dans un certain délai précédant l'OPA déjà obtenu 5% des titres avec droit de vote contre le paiement d'un prix.

En vertu du §13, l'offrant doit également s'assurer avoir pris toutes les mesures afin de pouvoir fournir la contrepartie prévue à l'échéance de la durée de l'offre³⁴. Dans le cas où la contrepartie consiste dans le paiement d'un prix, une société prestataire de services financiers indépendante de l'offrant doit certifier par écrit que celui-ci a pris les mesures nécessaires pour honorer son engagement. Si jamais l'offrant n'est pas en mesure de payer la contrepartie, celui qui a accepté l'offre peut se retourner contre la société prestataire de services financiers pour se faire payer³⁵.

Enfin, le délai pour accepter l'offre ne doit pas être inférieur à quatre semaines et supérieur à dix semaines (§16 (1))³⁶. Dans certains cas, prévus dans le §16, le délai est allongé. Ce délai prend cours à partir de la publication des documents de l'offre³⁷. Le directoire et le conseil de surveillance prennent position sur l'offre (§27)³⁸.

b. Offre publique d'acquisition obligatoire

Toute personne qui obtient indirectement ou directement le contrôle d'une société-cible doit le publier, en précisant le nombre de droits de vote qu'il détient, dans les sept jours calendrier suivant le jour où il a pris ou, en raison des circonstances, devait prendre connaissance du fait qu'il avait acquis le contrôle de la société (§35 (1))³⁹.

L'offrant doit ensuite, dans les quatre semaines suivant la publication précitée, communiquer les documents de l'offre au *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*⁴⁰ et publier une offre (§35 (2)). Si le contrôle de la société avait déjà été acquis grâce à une offre publique d'acquisition, il n'y aura pas d'obligation de lancer une offre (§35 (3))⁴¹. Le §32 étant rendu applicable par le §39, l'offre doit porter sur l'ensemble des titres.

³² H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 18.

³³ H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 25 ; H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 34.

³⁴ H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 43.

³⁵ *Ibidem*, p. 44.

³⁶ *Ibidem*, p. 42.

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 170 ; A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, *op. cit.*, p. 36.

³⁹ H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 26.

⁴⁰ Traduction libre : Office fédéral pour la surveillance des services financiers.

⁴¹ H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 27.

Pour le reste, comme nous venons de le mentionner, le §39 rend une série de dispositions applicables aux offres publiques d'acquisition obligatoires, à l'exception des dispositions qui y sont citées.

3. Mécanismes de défense

Pour chaque droit analysé, une distinction sera opérée entre les mesures de défense adoptées avant le lancement d'une OPA et celles adoptées après celui-ci. Le moment déterminant est donc celui du lancement de l'OPA, afin de savoir si nous sommes face à une mesure préventive ou à une mesure défensive à proprement parler.

Avant de commencer l'examen de ces mesures, nous aimerions attirer l'attention du lecteur sur un point particulier. En Allemagne, la structure dualiste est utilisée dans la société, ce qui veut dire qu'une distinction est faite concernant l'organe exécutif de la société⁴². Celui-ci est scindé en deux : il existe à la fois un directoire (*Vorstand*) et un conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*)⁴³. Dans l'*Aktiengesellschaft*, l'équivalent de notre société anonyme, le rôle du directoire est plus actif. Il est chargé de diriger l'entreprise⁴⁴ et d'en informer le conseil de surveillance⁴⁵, dont le devoir, plus passif, est de surveiller la gestion de l'entreprise⁴⁶. Un fonctionnement équivalent apparaît dans les autres sociétés allemandes dotées de la personnalité juridique (*Kommanditgesellschaft auf Aktien, Gesellschaft mit beschränkter Haftung,...*).

a. Mesures antérieures au lancement de l'offre publique d'acquisition

(i) Mesures ne figurant pas dans la WpÜG

Les mesures prises avant le lancement d'une offre publique d'acquisition sont également appelées mesures préventives. De telles mesures peuvent notamment avoir pour effets de restreindre le transfert de titres ou le droit de vote. C'est sur celles-ci que nous nous concentrerons car elles auront une importance particulière pour la suite de l'exposé.

Concernant la restriction au transfert de titres, peut être citée comme mesure le fait de lier le transfert à une approbation du directoire (§68 de l'*Aktiengesetz*)⁴⁷, mais cette mesure est peu efficace car elle nécessite une modification des statuts et donc un accord des actionnaires⁴⁸. Il est également possible d'accorder des titres aux travailleurs (après un rachat d'actions propres

⁴² N. THIRION (dir.), *Droit international et européen des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 150.

⁴³ *Ibidem*, p. 150.

⁴⁴ §76 de l'*Aktiengesetz*.

⁴⁵ §90 de l'*Aktiengesetz*.

⁴⁶ §111 de l'*Aktiengesetz*.

⁴⁷ A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, *op. cit.*, p. 9 ; H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 167.

⁴⁸ A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, *op. cit.*, p. 10.

ou une augmentation de capital⁴⁹), cela ne restreint pas en tant que tel le transfert de titres mais bien le nombre de titres accessibles à l'offrant⁵⁰.

Quant à la restriction du droit de vote, elle peut s'opérer par la distribution d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote (§139 de l'*Aktiengesetz*), notamment lors d'une augmentation de capital mais qui nécessitera le vote des actionnaires⁵¹,

(ii) Mesures prévues dans le §33 de la WpÜG

L'assemblée générale peut expressément autoriser le directoire à prendre tout acte qui tombe sous ses compétences de l'assemblée générale et qui empêcherait l'offre publique d'acquisition d'aboutir, et ce avant la publication de la décision d'offre publique d'acquisition et de son résultat⁵².

Cette autorisation ne peut valoir que pour une période de 18 mois, commençant à courir le jour de la prise de décision⁵³ et doit être prise par une majorité représentant trois quarts du capital social représenté lors de l'assemblée générale⁵⁴. Les statuts peuvent prévoir une autre règle de majorité ou toute autre exigence. Dans ce cas, l'autorisation du conseil de surveillance sera également requise⁵⁵.

On pourrait ajouter à cette catégorie les cas où des dispositions légales prévoient que l'assemblée générale peut autoriser le directoire à prendre certaines mesures qui, dans le contexte d'une offre publique d'acquisition, peuvent devenir des mesures de défense⁵⁶. C'est notamment le cas du rachat d'actions propres (§71 de l'*Aktiengesetz*)⁵⁷ et du capital autorisé (§202 de l'*Aktiengesetz*)⁵⁸. Dans ce cas, ces opérations devront avoir été effectuées dans le délai des 18 mois pour être valable et pouvoir jouer dans le contexte de l'OPA. Les mesures devront également respecter les éventuelles conditions supplémentaires imposées par le droit des sociétés. Afin d'éviter tout problème, il est préférable d'avertir les actionnaires du fait que des mesures comme l'augmentation de capital peuvent également être utilisées dans le cadre d'une offre publique d'acquisition.

b. Postérieurs au lancement de l'offre publique d'acquisition

(i) Le principe de base

⁴⁹ §§71 et 202 de l'*Aktiengesetz*.

⁵⁰ A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, *op. cit.*, p. 11.

⁵¹ *Ibidem*, p. 10.

⁵² A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, *op. cit.*, p. 19.

⁵³ *Ibidem*, p. 21.

⁵⁴ *Ibidem*, p. 21.

⁵⁵ *Ibidem*, p. 20.

⁵⁶ H. HIRTE, « Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 31(4), 2002, p. 647.

⁵⁷ H. SCHINDERA, *op. cit.*, p. 165.

⁵⁸ *Ibidem*, p. 155.

Le §33 (1) de la WpÜG prévoit que le directoire ne peut pas prendre des mesures visant à empêcher l'aboutissement de l'offre publique d'acquisition. Cette interdiction vaut à partir de la publication de la décision d'offre publique d'acquisition jusqu'à la publication de son résultat. Cependant, la suite du §33 introduit des exceptions à cette interdiction.

(ii) Les exceptions du §33 (1)

Il est possible pour le directoire d'adopter trois types de mesures : (i) tout acte que prendrait le dirigeant d'une société qui ne fait pas l'objet d'une offre publique d'acquisition ; (ii) la recherche d'une offre concurrente, d'un chevalier blanc et (iii) tout acte autorisé par le conseil de surveillance de la société-cible. Les deux premières exceptions ne nous étonnent guère, puisque la première n'entravera pas la poursuite de l'offre publique d'acquisition, tandis que la deuxième fera, comme nous le verrons, partie des exceptions également prévues par la directive 2004/25, dans la mesure où elle ne fait que profiter aux actionnaires.

Par contre, la troisième exception retient particulièrement notre attention. Cette exception accorde un grand pouvoir au conseil de surveillance, qui pourra accepter toute mesure de défense proposée par le directoire⁵⁹.

Ce pouvoir est toutefois limité de deux façons. Premièrement, cela ne vaut que pour des compétences qui ne sont pas celles de l'assemblée générale, sinon tout sens serait retiré au (2) de l'article 33 de la WpÜG, comme nous l'avons vu ci-dessus⁶⁰. Cependant, la WpÜG n'indique pas les cas où l'assemblée générale serait compétente. Selon les motifs donnés dans la proposition établie par le comité financier ayant donné lieu à la loi, il s'agit des compétences qui reviennent à l'assemblée générale en vertu des principes généraux du droit des sociétés⁶¹. Il faudra donc analyser si la mesure choisie peut faire l'objet d'une délégation par l'assemblée générale au directoire et si cela a été le cas en pratique⁶². Il peut donc s'agir, dans certains cas, d'une grande restriction au pouvoir du conseil de surveillance⁶³. Cette restriction aurait pu être évitée si on avait retiré à l'assemblée générale le pouvoir de décider si le conseil de surveillance pouvait prendre une mesure de défense lorsqu'elle est compétente. Toutefois, une telle réglementation aurait, par exemple, violé la réglementation européenne sur l'augmentation de capital, qui prévoit que seule l'assemblée générale peut décider d'augmenter le capital ou de déléguer la question au conseil de surveillance, qui ne peut se positionner seul.

La deuxième limite n'est pas expressément formulée dans le §33 mais tient au fait que le directoire va devoir mettre en balance les intérêts de la société, dont son indépendance, et l'intérêt des actionnaires à accepter l'offre publique d'acquisition⁶⁴. C'est d'autant plus le cas en raison du §3 (3) qui cite les principes généraux qui doivent être respectés pour toute application de la loi. Il y est prévu que le directoire et le conseil de surveillance doivent agir

⁵⁹ H. HIRTE, *op. cit.*, p. 640.

⁶⁰ *Ibidem*, p. 641.

⁶¹ *Ibidem*, p. 641.

⁶² *Ibidem*, p. 641.

⁶³ *Ibidem*, p. 641.

⁶⁴ *Ibidem*, p. 642 ; A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, *op. cit.*, p. 35.

dans l'intérêt de la société, qui comprend celui des actionnaires, des travailleurs et de la société même⁶⁵, selon les motifs de la proposition de loi faite par le gouvernement⁶⁶. Les organes exécutifs de la société ne pourront donc pas prendre la décision d'empêcher une OPA dans leur seul intérêt.

Enfin, concernant cette troisième exception, il est à noter qu'une autorisation générale donnée par le conseil de surveillance pour toute mesure de défense prise par le directoire ne saurait être reçue⁶⁷, car tout contrôle de la mesure serait ainsi supprimé⁶⁸. Il est cependant admis que le conseil de surveillance puisse donner les conditions auxquelles une mesure de défense est autorisée⁶⁹. Rien n'empêche non plus le conseil de surveillance de déléguer la décision à un comité, dont l'unique but pourrait être de s'occuper des mesures de défense⁷⁰. Dans tous les cas, une communication du contenu de la mesure aux actionnaires est conseillée.

Si la prise d'une mesure de défense s'avère impossible, le directoire et le conseil de surveillance pourront, dans la prise de position qui leur incombe en vertu du §27 de la WpÜG, convaincre les actionnaires de ne pas accepter l'OPA qui a été lancée⁷¹. Il y sera notamment fait mention de l'impact que pourrait avoir le succès de l'OPA sur la société-cible.

B.- SECTION 2 : LE DROIT ANGLAIS

1. Le Companies Act de 1985 et le City Code on Takeovers and Mergers

Au Royaume-Uni, les offres publiques d'acquisition sont réglées de façon particulière. En effet, deux types de règles s'appliquent à elles.

Il s'agit d'abord du *Companies Act* de 1985, véritable corps de règles ayant une valeur législative. Ensuite, et c'est là qu'est la particularité du droit anglais, une série de corps de règles non-étatiques ont émergé pour réglementer la matière des OPA. Il s'agit des *Rules Governing a Substantial Acquisition of Share*, des *London Stock Exchange's Listing Rules*, des *Notes on Amalgamations of British Businesses* et du *City Code on Takeovers and Mergers*⁷².

⁶⁵ H. HIRTE, *op. cit.*, p. 643.

⁶⁶ Begründung der Bundesregierung vom 11.7.2001 zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Bundestags-Drucksache 14/7034, p. 35.

⁶⁷ H. HIRTE, *op. cit.*, p. 644.

⁶⁸ H. HIRTE, *op. cit.*, p. 644.

⁶⁹ *Ibidem*.

⁷⁰ *Ibidem*, p. 645.

⁷¹ A. DREILING, M. JÄGER, G. KRAFT, *op. cit.*, p. 36.

⁷² A. ZINSER, *Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht : eine rechtsvergleichende Untersuchung mit Blick auf eine künftige Regelung in Deutschland*, Frankfurt am Main (u.a.), Peter Lang, 2000, p. 78 ; G.K. MORSE, « The City Code on Takeovers and Mergers – self regulation or self protection ? », *Journal of Business Law*, nov. 1991, p. 509 ; G.K. MORSE, « Controlling takeovers – the self regulation option in the

Ce dernier réglementant les offres publiques d'acquisition de la façon la plus détaillée⁷³, c'est sur lui que nous avons décidé de nous focaliser. Le *City Code* est applicable depuis le 28 mars 1968⁷⁴ et les cours lui ont tacitement reconnu une certaine force obligatoire⁷⁵. Il est d'ailleurs respecté, sa violation entraînant parfois de graves sanctions pour les professionnels⁷⁶.

2. Le champ d'application

Le *City Code* s'applique à toutes les *Public Limited Companies*, enregistrées au Royaume-Uni, sur les Iles Channel ou sur l'Ile du Man et qui y ont leur siège, peu importe qu'elles soient cotées en bourse ou non. Il s'applique également aux *Private Limited Companies*, tant qu'elles remplissent certaines conditions : avoir été cotée en bourse en tant que société anonyme dans les sept dernières années ; avoir offert des participations dans les dix dernières années au moins régulièrement pendant six mois ; avoir communiqué au cours des dix dernières années au registre des sociétés anonymes un prospectus concernant l'émission d'actions ; avoir ses parts soumises à un marché en dehors de la bourse⁷⁷.

3. Les obligations de l'offrant

a. Offre publique d'acquisition volontaire

Un principe considéré comme fondamental est celui de l'égalité des actionnaires, situé dans le premier principe général du *City Code*⁷⁸. Tous les actionnaires d'un même groupe devront être traités de la même manière par l'offrant. Cette logique continue dans le deuxième principe général, relatif à une certaine transparence et prévoyant que tous les actionnaires doivent être informés de la même façon par l'offrant, mais aussi par la société-cible et son conseiller⁷⁹.

Selon la *Rule 2.2. (a)*, l'offrant n'a l'obligation d'annoncer son offre publiquement que dans certains cas, notamment si la société apprend d'une source sûre qu'elle va faire l'objet d'une OPA, lorsqu'il va y avoir une OPA obligatoire, ...⁸⁰. Le but de l'annonce est d'éviter toute spéculation et rentre dans l'objectif de transparence.

United Kingdom », *Journal of Business Law*, jan. 1998, p. 58 ; R. R. PENNINGTON, « Takeover Bids in the United Kingdom », *The American Journal of Comparative Law*, Vol.17(2), 1 avril 1969, p. 160.

⁷³ A. SERETAKIS, « Hostile takeovers and defensive mechanisms in the United Kingdom and the United States : a case against the United States regime », *The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 8, no. 2, 2013, p. 253.

⁷⁴ R. R. PENNINGTON, *op. cit.*, p. 172.

⁷⁵ G.K. MORSE, « Controlling takeovers – the self regulation option in the United Kingdom », *op. cit.*, p. 58.

⁷⁶ S. DEAKIN, « Is the Modernisation of Company Law a Threat to Employee Voice within the Enterprise ? A British Perspective », in JÜRGENS, U., SADOWSKI, D, SCHUPPERT, G.F., WEISS, M. (éd.), *Perspektiven der Corporate Governance : Bestimmungsfaktoren, unternehmerischer Entscheidungsprozesse und Mitwirkung der Arbeitnehmer*, Baden-Baden, Nomos, 2007, p. 239.

⁷⁷ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 102.

⁷⁸ *Ibidem*, p. 103.

⁷⁹ *Ibidem*, p. 104.

⁸⁰ *Ibidem*, p. 107.

Des documents doivent également être remis en raison de l'offre, afin d'informer les différents acteurs de l'OPA. Ceux-ci doivent, en vertu de la *Rule* 19.1, être traités soigneusement⁸¹. Les informations qui y sont mentionnées doivent être correctes et adéquates⁸². Si ce n'est pas le cas, le conseil d'administration de la société qui lance l'offre sera tenu pour responsable et devra payer des dommages et intérêts⁸³. La responsabilité peut également revenir à un tiers⁸⁴. Nous remarquons, à travers les documents à remettre, qu'il s'agit surtout d'informer pleinement la société-cible sur l'offre dont elle fait l'objet et, ainsi, de respecter le principe de transparence, de bonne information.

Quant à l'égalité, contrairement au droit allemand, une offre partielle est possible mais doit faire l'objet d'une autorisation par le *Panel*, lorsque la participation de l'offrant est inférieure à 30% (*Rule* 36.1)⁸⁵. Le *Panel* est l'organe chargé de la surveillance du déroulement des OPA et de la bonne application des règles contenues dans le *City Code*, il s'agit donc de l'autorité de surveillance désignée par le *City Code* depuis 1968⁸⁶. Par contre, le *City Code* réglemente le prix qui peut être proposé par l'offrant. Ainsi, la *Rule* 6.1 prévoit que si l'offrant avait acquis des titres dans les trois mois précédant l'offre, les conditions de l'offre ne peuvent être moins favorables à celles de la précédente acquisition⁸⁷. Le but est encore une fois de protéger l'égalité entre les actionnaires, afin que certains ne soient pas défavorisés.

A la fin du délai d'acceptation de l'offre, toujours dans un objectif de transparence et d'information, l'offrant doit faire une déclaration sur le résultat de l'offre, conformément à la *Rule* 17.1⁸⁸. Enfin, si l'offre venait à échouer, l'offrant ne peut pas en faire une nouvelle avant d'avoir respecté un délai de douze mois suivant l'échec de l'offre précédente (*Rule* 35.1)⁸⁹.

b. Offre publique d'acquisition obligatoire

La *Rule* 9 indique les cas où la personne sera obligée de faire une offre publique d'acquisition. C'est notamment le cas lorsqu'une personne obtient 30% ou plus des droits de vote de la société⁹⁰. Dans ce cas, elle doit faire une offre totale pour l'ensemble des titres qu'elle ne possède pas déjà⁹¹. Cette règle est également d'application pour toute personne qui détient entre 30 et 50% des droits de vote et qui, au cours des douze mois précédents, a acquis 1% de voix en plus⁹².

⁸¹ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 111.

⁸² *Ibidem*.

⁸³ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 112.

⁸⁴ *Ibidem*.

⁸⁵ R. R. PENNINGTON, *op. cit.*, p. 174 ; A. ZINSER, *op. cit.*, p. 121.

⁸⁶ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 68.

⁸⁷ *Ibidem*, p. 131.

⁸⁸ *Ibidem*, pp. 140 et 142.

⁸⁹ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 141 ; G.K. MORSE, « The City Code on Takeovers and Mergers – self regulation or self protection ? », *op. cit.*, p. 514.

⁹⁰ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 124 ; G.K. MORSE, « The City Code on Takeovers and Mergers – self regulation or self protection ? », *op. cit.*, p. 520 ; G.K. MORSE, « Controlling takeovers – the self regulation option in the United Kingdom », *op. cit.*, p. 69.

⁹¹ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 124.

⁹² *Ibidem*, p. 125.

Le prix proposé par l'offrant ne peut être inférieur au prix le plus élevé auquel il a obtenu des titres les douze mois précédant l'offre obligatoire⁹³. Cela vaut également pour le prix le plus élevé qu'a obtenu toute personne agissant avec lui.

4. Mécanismes de défense

a. Mesures antérieures au lancement de l'offre publique d'acquisition

Le *City Code* ne contient aucune disposition concernant des éventuelles mesures de défense intervenant antérieurement au lancement de l'OPA⁹⁴. Il était donc possible pour la société-cible d'utiliser divers mécanismes, comme le *staggered board*, technique consistant dans le fait d'élire le conseil d'administration par tiers chaque année, de manière à ce que l'offrant qui obtiendrait le contrôle de la société devrait attendre deux années pour élire complètement un nouveau conseil d'administration⁹⁵. Un autre mécanisme possible est celui des actions sans droit de vote ou avec un droit de vote multiple, permettant ainsi obtenir la majorité des voix, sans posséder la majorité des actions⁹⁶.

b. Mesures postérieures au lancement de l'offre publique d'acquisition

Dès son septième principe général, le *City Code* annonce la couleur quant à sa position vis-à-vis des mesures de défense⁹⁷. Le conseil d'administration de la société ne peut, après la prise de connaissance de l'offre, prendre des mesures qui pourraient compromettre le succès de celle-ci sans l'autorisation des propriétaires de titre réunis en assemblée générale ou qui empêcheraient les actionnaires de décider du comportement à adopter concernant l'offre.

Le principe est rappelé à la *Rule 21* du *City Code*⁹⁸. Y sont cités une série d'actes, que le conseil d'administration ne peut adopter sans le consentement des actionnaires réunis en assemblée générale⁹⁹ : émettre de nouvelles actions ; octroyer des options sur des actions non émises ; créer des titres donnant droit à les convertir en des actions ou à souscrire à des actions ; vendre ou acquérir une quantité substantielle d'actifs ; contracter à des conditions anormales¹⁰⁰. Le même principe se retrouve à la *Rule 37.3 (a)* du *City Code*, qui prévoit que,

⁹³ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 125.

⁹⁴ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 137.

⁹⁵ A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 256.

⁹⁶ *Ibidem*, p. 257.

⁹⁷ G.K. MORSE, « Controlling frustrating action by the offeree board », *Journal of Business Law*, jul. 1991, p. 349 ; A. ZINSER, *op. cit.*, pp. 106 et 135 ; G.K. MORSE, « Controlling takeovers – the self regulation option in the United Kingdom », *op. cit.*, p. 71.

⁹⁸ G.K. MORSE, « Controlling frustrating action by the offeree board », *op. cit.*, p. 349 ; A. ZINSER, *op. cit.*, p. 135 ; G.K. MORSE, « Controlling takeovers – the self regulation option in the United Kingdom », *op. cit.*, p. 71.

⁹⁹ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 135.

¹⁰⁰ G.K. MORSE, « Controlling frustrating action by the offeree board », *op. cit.*, p. 349 ; R. R. PENNINGTON, *op. cit.*, p. 176.

pour le rachat par la société de ses propres actions, une autorisation des actionnaires est également requise¹⁰¹.

Nous pouvons donc remarquer que le but du *City Code* est d'empêcher que le conseil d'administration fasse en sorte de rendre la société-cible moins attractive pour l'offrant. Les actionnaires sont les seuls à pouvoir décider du succès ou non de l'offre publique d'acquisition. Les seules possibilités pour le conseil d'administration sont soit de prendre des mesures avant qu'une offre publique d'acquisition ne soit lancée, soit de chercher une offre plus avantageuse¹⁰², qui modifiera de toute façon l'actionnariat de la société.

C.- SECTION 3 : LE DROIT BELGE

1. La loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition et l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés

Avant 1989, la matière des OPA n'était pas réglementée en droit belge. La nécessité d'une véritable réglementation s'est faite sentir lorsque la Société générale de Belgique a été la cible d'une tentative d'OPA hostile¹⁰³ dès le 17 janvier 1988¹⁰⁴.

Cette société était contrôlée par un actionnariat très dispersé¹⁰⁵. Carlo de Benedetti, industriel italien dirigeant de la holding Cerus, a décidé de lancer, *via* celle-ci, une OPA à l'encontre de la Société générale de Belgique. L'organe de direction de la Société Générale ne voulant pas perdre le contrôle de celle-ci, a utilisé deux techniques. Il a d'abord fortement augmenté le capital en émettant un grand nombre de nouvelles actions, dans le cadre du mécanisme du capital autorisé¹⁰⁶ et ces actions ont été totalement souscrites par une filiale de la Société générale : ce mécanisme a permis de diluer les droits de vote de l'assaillant¹⁰⁷. A la suite de cette contre-offensive, Cerus a porté l'affaire devant le juge des référés, qui a interdit à la Société Générale de faire usage de la technique du capital autorisé, car l'OPA avait déjà été lancée¹⁰⁸. La société a ensuite fait appel à un chevalier blanc, la Compagnie financière de Suez, pour contrer l'offre de Benedetti, vu comme le chevalier noir. Finalement, l'offre de l'industriel italien a échoué, au profit de la Compagnie financière de Suez. Cette OPA ayant

¹⁰¹ A. ZINSER, *op. cit.*, p. 136.

¹⁰² *Ibidem*, p. 137.

¹⁰³ T. DELVAUX, A. FAYT, D. GOL, D. PASTEGER, M. SIMONIS, N. THIRION, *Droit de l'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 302 ; B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 11.

¹⁰⁴ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 18.

¹⁰⁵ *Ibidem*, p. 19.

¹⁰⁶ Comm. Bruxelles (réf.) 19 janvier 1988, *J.T.*, 1988, p. 218 ; A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 19.

¹⁰⁷ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 19.

¹⁰⁸ Comm. Bruxelles (réf.) 19 janvier 1988, *J.T.*, 1988, p.218 ; A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 19.

marqué les esprits¹⁰⁹, elle a poussé les autorités belges à réglementer la matière, par la loi du 2 mars 1989¹¹⁰. Les travaux préparatoires de la loi font d'ailleurs référence aux « événements qui ont marqué récemment les marchés financiers en Belgique »¹¹¹ ou à « l'expérience récente »¹¹².

La loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en Bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition ne consacrait que quatre articles (articles 15 à 18) à la matière des OPA¹¹³. Ceux-ci ne contenaient aucune réelle substance car ne faisaient que renvoyer la balle au Roi, afin qu'il détermine une série de dispositions. L'offre publique d'acquisition n'était même pas définie. Il ne s'agit donc pas d'une référence pour savoir comment étaient réglementées les OPA avant la directive européenne.

L'essentiel de la législation se trouvait donc dans l'arrêté royal du 8 novembre 1989. Celui-ci a été modifié à plusieurs reprises en 1997, 1999 et 2007. C'est l'arrêté royal tel qu'avant son abrogation le 1^{er} septembre 2007 que nous analyserons ici.

2. Le champ d'application

La loi de 1989 ne prévoyait aucun champ d'application. Celui-ci se trouvait à l'article 1^{er} de l'arrêté royal du 8 novembre 1989.

Cet article prévoyait que le chapitre II de l'arrêté s'appliquait aux offres publiques d'acquisition portant aux titres définis au paragraphe 3 de l'arrêté royal¹¹⁴, c'est-à-dire sur les « titres représentatifs ou non du capital, conférant le droit de vote ainsi que les titres donnant droit à la souscription ou à l'acquisition de tels titres ou à la conversion en de tels titres »¹¹⁵. Nous remarquons que la question essentielle était de savoir si, grâce aux titres, il est ou sera un jour possible de voter au sein de la société¹¹⁶.

Quant au chapitre III de l'arrêté, consacré à la modification du contrôle de la société, il ne s'appliquait, selon l'article 1^{er} de l'arrêté, qu'aux sociétés de droit belge ayant fait ou faisant appel public à l'épargne¹¹⁷. Nous verrons qu'en réalité, ce chapitre s'appliquait aux offres publiques d'acquisition obligatoires.

¹⁰⁹ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 22.

¹¹⁰ T. DELVAUX, A. FAYT, D. GOL, D. PASTEGER, M. SIMONIS, N. THIRION, *op. cit.*, p. 302.

¹¹¹ Projet de loi relatif à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *Doc. parl.*, Chambre, S.E. 1988, 20 juillet 1988, n°522/1, p. 1.

¹¹² *Ibidem*, p. 15.

¹¹³ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 29 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 862.

¹¹⁴ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 41 ; G. JAKHIAN, *Les offres publiques d'acquisition : Chronique de jurisprudence 1989 – 2000*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 25.

¹¹⁵ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 43 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 25 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires, op. cit.*, p. 863.

¹¹⁶ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 42 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires, op. cit.*, p. 863.

¹¹⁷ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 44.

Enfin, le chapitre IV s'appliquait aux offres de reprise, ou *squeeze-out* dans les sociétés anonymes ayant fait ou faisant appel public à l'épargne. Nous faisons le choix de ne pas nous y consacrer, cette matière nous semblant moins importante pour notre sujet.

3. Les obligations de l'offrant

a. Offre publique d'acquisition volontaire

L'arrêté royal réglementait également les obligations que devait remplir l'offrant lorsqu'il décide de lancer une offre publique d'acquisition. Comme nous le verrons ci-après, ces obligations répondaient généralement aux deux objectifs que le législateur s'était assigné dans l'article 15 de la loi de 1989, à savoir assurer l'information et l'égalité de traitement des porteurs de titres et favoriser la transparence et le bon fonctionnement du marché¹¹⁸.

Concernant d'abord l'égalité de traitement, l'article 3 de l'arrêté royal prévoyait une série de conditions que l'offrant devait remplir pour que son OPA soit valable. Son offre devait porter sur la totalité des titres qu'il ne détenait pas encore (1^o)¹¹⁹, elle devait ainsi concerner tous les porteurs de titres, la seule exception étant pour le cas où l'offrant n'obtiendrait pas des droits de vote supérieurs à 10%¹²⁰. Dans la même lignée, l'article 32 prévoyait que, si l'OPA avait permis à l'offrant de détenir 90% ou plus des titres de la société, il devait, dans le mois suivant la date à laquelle le résultat de l'offre avait été rendu public, rouvrir l'offre pour laisser la possibilité aux titulaires des titres restants de les céder au prix de l'offre¹²¹.

S'agissant ensuite de la transparence, qui assure également la bonne information des porteurs de titres¹²², l'offrant devait, en vertu de l'article 4, aviser la Commission bancaire de son intention de lancer une OPA, qui avertissait à son tour la société-cible¹²³. L'offrant devait y joindre un dossier (article 5)¹²⁴. A partir de ce moment là, l'offre ne pouvait plus être modifiée (article 12)¹²⁵, sauf dans un sens plus favorable pour les titulaires de titres de la société visée et ne pouvait être retirée que dans les cas prévus à l'article 13¹²⁶. Quant au prospectus que l'offrant était appelé à émettre, il devait contenir une série d'informations prévues à l'article 18 et devait être rendu public conformément à l'article 21¹²⁷. Il était accompagné d'un bulletin d'acceptation (article 22). Enfin, l'article 26 prévoyait que l'offre devait durer de dix à vingt

¹¹⁸ Projet de loi relatif à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *Doc. parl.*, Chambre, S.E. 1988, 20 juillet 1988, n°522/1, p. 15 ; A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 30.

¹¹⁹ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, pp. 39 et 47 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 30 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 864.

¹²⁰ G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 30 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 864.

¹²¹ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 40 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 87.

¹²² A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 39.

¹²³ *Ibidem*, pp. 39 et 48 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 35 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 867.

¹²⁴ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 49 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 867.

¹²⁵ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 58 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 63.

¹²⁶ Contre-offre, défaut d'autorisation administrative requise pour l'acquisition de titres qui font l'objet de l'offre, une condition de l'offre autorisée par la Commission et indiquée dans l'avis n'est pas remplie et ce indépendamment de la volonté de l'offrant, circonstances exceptionnelles ne permettant pas la réalisation de l'offre pour des raisons indépendantes de la volonté de l'offrant et moyennant l'autorisation de la Commission.

¹²⁷ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 39.

jours maximum¹²⁸. Dans les cinq jours suivant la clôture, les résultats de l'offre devaient être rendus publics (art 27)¹²⁹.

Enfin, l'article 3 de l'arrêté prévoyait des obligations visant à assurer que l'offre pouvait être respectée. Ainsi, l'offrant devait détenir les fonds nécessaires à la réalisation de l'offre sur un compte auprès d'un établissement de crédit ou *via* un crédit accordé par un établissement de crédit, ces fonds devant être bloqués ou être exclusivement affectés à l'OPA (2°)¹³⁰. L'offrant devait également remplir les obligations prévues dans l'arrêté (4°), s'engager à mener l'offre à son terme (5°)¹³¹ et la réception des acceptations et le paiement du prix devaient être assurés par un établissement de crédit (6°)¹³².

b. Offre publique d'acquisition obligatoire

L'article 41 de l'arrêté prévoyait que, lorsqu'une personne physique ou morale avait acquis, autrement que par une OPA, des titres d'une société ayant fait ou faisant appel public à l'épargne, lui conférant le contrôle conjoint ou exclusif de la société et que le prix ou la contrepartie était supérieur au prix du marché lors de l'acquisition, la personne devait inconditionnellement laisser la possibilité au public de céder les titres qu'il possède¹³³. Aucun seuil n'était précisé pour l'obtention du contrôle, mais l'article 2, §1^{er}, 7° de l'arrêté disposait que le contrôle était le lien de filiation au sens de l'annexe, chapitre III, section 1, IV, A, de l'arrêté royal du 8 octobre 1976 relatif aux comptes annuels des entreprises. Il s'agissait donc « du pouvoir de droit ou de fait d'exercer une influence décisive sur la désignation de la majorité des administrateurs ou gérants de celle-ci ou sur l'orientation de sa gestion »¹³⁴.

La première obligation de l'offrant était donc de laisser aux autres détenteurs de titres la possibilité de les céder, soit au même prix si l'acquisition des titres avait été effectuée en une fois, soit au prix le plus élevé donné par l'acquéreur lors des douze derniers mois si l'acquisition avait été effectuée en plusieurs fois.

Cette possibilité pouvait se réaliser soit par une OPA, soit par un engagement de maintenir le cours, en vertu de l'article 42 de l'arrêté. La possibilité de recourir au maintien de cours était cependant limitée. L'OPA ou le maintien de cours devait être annoncé(e) dans les trois jours suivant l'obtention du contrôle et devait être effectué(e) au plus tard dans les trente jours.

Pour le reste, l'article 44 mentionnait les dispositions du chapitre II qui n'étaient pas applicables, tant en cas d'OPA qu'en cas de maintien de cours.

4. Mécanismes de défense

¹²⁸ Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 882.

¹²⁹ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 39 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 882.

¹³⁰ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, pp. 36 et 41 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 31 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 864.

¹³¹ Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 865.

¹³² G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 31.

¹³³ E. WYMEERSCH, « Übernahmeangebote und Pflichtangebote », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 31(4), 2002, p. 531 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 95.

¹³⁴ G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 111.

a. Mesures antérieures au lancement de l'offre publique d'acquisition

Concernant les mécanismes de défense antérieurs au lancement de l'offre, il était possible, au regard de l'arrêté royal de 1989, de les diviser en deux catégories.

Les articles 15 et 16 de l'arrêté réglaient expressément le sort de clauses d'agrément et de préemption éventuellement prévues dans les statuts de la société¹³⁵. Ainsi, l'article 15, §2, alinéa 2 prévoyait que le conseil d'administration devait expressément indiquer s'il comptait ou non accorder l'agrément et s'il comptait faire application de la clause de préemption¹³⁶. Si le conseil d'administration indiquait qu'il refuserait l'agrément ou qu'il appliquerait la clause de préemption, l'article 16 disposait que les titulaires de titres pouvaient répondre à l'offre, sous la condition résolutoire qu'ils se voient proposer, dans les cinq jours suivant de la clôture de l'offre, l'acquisition des titres à un prix égal à celui de l'offre ou de la contre-offre, par une ou plusieurs personnes qui avaient l'agrément ou à l'égard desquelles la clause de préemption n'avait pas été invoquée¹³⁷. Cependant, les clauses pouvaient être opposables à l'offrant si elles étaient prévues dans les statuts ou dans un acte authentique et si le conseil d'administration prouvait qu'il ne faisait qu'appliquer sa politique habituelle en matière de clauses d'agrément et de préemption¹³⁸.

L'arrêté neutralisait également, en son article 17bis introduit par la loi du 18 juillet 1991¹³⁹, certaines mesures que la société pourrait prendre préventivement afin d'empêcher le bon déroulement d'une OPA. Il s'agissait des cas où la société accordait des droits à un tiers, qui ne naîtraient que lorsque qu'une OPA était lancée contre la société¹⁴⁰, comme le fait de prévoir que la vente d'une branche de l'entreprise serait vendue si et seulement si une OPA était lancée contre elle¹⁴¹. Dans de tels cas, l'article 17bis prévoyait que tout droit conféré à un tiers dont l'exercice dépendait du lancement d'une OPA était nul¹⁴².

Nous voyons donc que les possibilités d'utiliser des mesures de défense préventives étaient assez restreintes.

b. Mesures postérieures au lancement de l'offre publique d'acquisition

L'article 8 de l'arrêté royal renvoyait à l'article 33bis §§3 à 5 des anciennes lois coordonnées sur les sociétés commerciales (ci-après, L.C.S.C.). Cet article prévoyait ce qui pouvait être fait par l'assemblée générale pour contrer l'offre publique d'acquisition. L'assemblée pouvait décider d'augmenter le capital et de supprimer ou limiter le droit de préférence des actionnaires si cela se faisait en espèces, de créer des titres conférant un droit de vote ou de conférer des droits pouvant donner lieu à la souscription ou à l'acquisition de tels titres si ce

¹³⁵ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 61.

¹³⁶ Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 870.

¹³⁷ G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 82.

¹³⁸ A. BRUYNEEL, *op. cit.*, p. 40 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 83.

¹³⁹ Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 876.

¹⁴⁰ *Ibidem*, p. 876 ; G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 59.

¹⁴¹ Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 876.

¹⁴² G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 59.

n'était pas d'abord offert aux actionnaires proportionnellement au capital, de prendre des décisions ou de faire des opérations qui pourraient modifier significativement la composition de l'actif ou du passif ou d'assumer des engagements sans contrepartie effective¹⁴³.

Le quatrième paragraphe de l'article 33*bis* des L.C.S.C. prévoyait que le conseil d'administration pouvait agir mais les conditions pour de telles actions étaient strictes. Ainsi, pour augmenter le capital, le conseil d'administration devait avoir été autorisé par l'assemblée générale, statuant comme pour modifier les statuts, au maximum dans les trois années précédant la communication de l'offre. A cela s'ajoutaient deux conditions : les actions créées devaient être libérées intégralement dès leur émission et le prix de ces actions ne pouvait être inférieur au prix de l'offre.

Nous constatons que les pouvoirs du conseil d'administration étaient limités, ce qui semble inspiré de la *rule of passivity* du droit anglais¹⁴⁴. La limitation concernait les trois catégories d'actes précitées (augmentation du capital, création de titres, prise de décisions de modification de l'actif ou du passif) et s'appliquait, peu importe les intérêts de la société en jeu¹⁴⁵. Les intérêts des actionnaires étaient donc privilégiés, aux dépens des autres¹⁴⁶. En conférant ces pouvoirs à l'assemblée générale, le soin était laissé aux actionnaires de décider s'ils voulaient ou non défendre la société contre l'offre publique d'acquisition. La seule possibilité pour le conseil d'administration d'influencer les actionnaires était, *via* son obligation de rendre un rapport prévue par l'article 15, d'expliquer précisément pourquoi accepter l'OPA ne serait pas une bonne idée.

D.- SECTION 4 : CONCLUSION PROVISOIRE

Après avoir analysé les droits en vigueur en Allemagne, au Royaume-Uni et en Belgique avant l'adoption de la directive européenne 2004/25, il nous semble qu'un constat peut d'ores et déjà être dressé.

Les champs d'application des différentes législations sont similaires, excepté pour le Royaume-Uni où l'application de la loi est surtout circonscrite par la forme de la société. Quant aux obligations s'imposant aux offrants, nous remarquons qu'elles sont très semblables (obligation de publicité, respect d'un certain délai pour que l'offre soit acceptée, remise de certains documents, ...) et que chaque régime juridique prévoit l'existence d'une offre publique d'acquisition obligatoire lorsqu'un seuil de participation est atteint dans l'entreprise ou à tout le moins quand le contrôle est acquis.

Par contre, et c'est là que se trouve la différence fondamentale, les points de vue sont différents concernant l'application de mécanismes de défense. En Allemagne, bien que cette possibilité soit fortement limitée, les organes exécutifs de la société ont le pouvoir d'adopter

¹⁴³ Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 876.

¹⁴⁴ G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 48 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, *op. cit.*, p. 875.

¹⁴⁵ G. JAKHIAN, *op. cit.*, p. 49.

¹⁴⁶ *Ibidem*, p. 50.

des mesures pour contrer une OPA. Par contre, au Royaume-Uni tout le pouvoir étant dans les mains des actionnaires, seuls ceux-ci peuvent décider du succès ou de l'échec de l'OPA. Enfin, en Belgique, les pouvoirs des administrateurs sont fortement limités mais les mécanismes de défense ne sont pas expressément et totalement interdits.

Nous aimerions donc, dans la suite de l'exposé, voir si la directive a pu, ou non, harmoniser complètement la matière des offres publiques d'acquisition.

IV.- CHAPITRE 3 : LA DIRECTIVE 2004/25/CE DU 21 AVRIL 2004 CONCERNANT LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

La directive 2004/25/CE du 21 avril 2004, également appelée Treizième directive, est issue d'un long processus et a été adoptée après trente longues années de négociation¹⁴⁷. En voici les étapes.

A.- SECTION 1 : PROCEDURE CONCERNANT LA TREIZIEME DIRECTIVE AVANT L'ADOPTION DE LA VERSION DEFINITIVE

La première proposition de treizième directive a été présentée par la Commission le 19 janvier 1989¹⁴⁸. Cette version contenait des règles très détaillées¹⁴⁹. Elle s'inspirait beaucoup du *City Code* anglais de 1968¹⁵⁰, car il s'agissait d'un des premiers régimes juridiques à régler de façon détaillée la matière des OPA¹⁵¹. La proposition a ensuite été modifiée en 1990¹⁵². En

¹⁴⁷ M. GERMAIN, « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Revue de droit privé de l'Union Européenne*, vol. 1, mai 2004, p. 150 ; K. PEGLOW, « Die EU-Übernehmerichtlinie », *Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht*, vol. 3(1), 2006, p. 37 ; C.M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 301.

¹⁴⁸ J.O.C.E. C64 du 14.3.1989, p. 8 ; A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 254 ; G.K. MORSE, « Controlling takeovers – the self regulation... », *op. cit.*, p. 61.

¹⁴⁹ B. CLARKE, « The takeover directive : is a little regulation better than no regulation ? », *European Law Journal*, vol. 15(2), 2009, p. 175.

¹⁵⁰ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *Les offres publiques d'acquisition : le nouveau régime*, Bruxelles, De Boeck, p. 87.

¹⁵¹ B. CLARKE, *op. cit.*, p. 175 ; K. J. HOPT, « Takeover defenses in Europe : a comparative, theoretical and policy analysis », *Columbia Journal of European Law*, 20, p. 258.

¹⁵² J.O.C.E. C240 du 26.9.1990, p. 7.

1996¹⁵³, la proposition précédente étant considérée comme trop détaillée, c'est une directive-cadre qui a été proposée¹⁵⁴. Celle-ci a été modifiée en 1997, prenant cette fois-ci en compte les avis du Comité économique et social du 11 juillet 1996 et du Parlement européen du 26 juin 1997¹⁵⁵.

Le 19 juin 2000, suite à la proposition de la Commission de 1997, le Conseil a rendu une position commune sur la directive. Celle-ci reprend treize des vingt-deux amendements qu'avait faits le Parlement européen. Suite à cette position commune, le Parlement a adopté le 12 décembre 2000, une proposition d'amendements¹⁵⁶. Une procédure de conciliation a été lancée suite au rejet des amendements par le Conseil, suivant l'article 294 TFUE (ancien article 251 TCE). Un accord y est trouvé le 6 juin 2001¹⁵⁷.

Depuis le début, un des points divisant les différents organes de l'Union Européenne touchait aux questions réglées à l'article 9, à savoir la neutralité du conseil d'administration après le lancement de l'OPA, et à l'article 11, relatif à la neutralisation des restrictions¹⁵⁸. Dans le compromis, il est toujours question de requérir des actionnaires une autorisation afin de pouvoir adopter une mesure défensive.

Le compromis a été rejeté par le Parlement à 273 voix contre 273 en juillet 2001¹⁵⁹. Cette décision est motivée par trois raisons¹⁶⁰ : (i) rejet du principe selon lequel les dirigeants doivent obtenir l'accord des actionnaires pour adopter une mesure de défense après le lancement de l'offre, (ii) manque de protection accordée aux travailleurs de la société visée par l'offre¹⁶¹, (iii) manque de *level playing field* avec les Etats-Unis.

C'est évidemment la première raison qui nous interpelle le plus car, comme nous l'avons vu précédemment, il s'agit du principal point de discordance dans la réglementation des offres publiques d'acquisition par les Etats membres.

Le Parlement européen note donc qu'en imposant une passivité complète au conseil d'administration, qui ne peut que prendre des décisions sur autorisation des actionnaires, les offres publiques d'acquisition étaient facilitées pour l'offrant¹⁶². De plus, le Parlement craignait qu'en facilitant les offres publiques d'acquisition, il y ait un risque que des pays tiers à l'Union Européenne ne se saisissent du contrôle d'entreprises européennes. Une motivation économique se cachait donc sous le refus du Parlement européen.

¹⁵³ J.O.C.E. C162 du 6.6.1996, p. 5.

¹⁵⁴ A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 254.

¹⁵⁵ Y. DE CORDT, « Les enjeux de la Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 », *op. cit.*, p. 26.

¹⁵⁶ J.O.C.E. C232 du 17 8 2001, p. 168.

¹⁵⁷ Y. DE CORDT (dir.), « Les enjeux de la Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 », *op. cit.*, p. 26 ; B. CLARKE, *op. cit.*, p. 175.

¹⁵⁸ A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 254.

¹⁵⁹ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 12 ; B. ZYPRIES, « EU-Übernehmerichtlinie : schafft der Vorschlag der Kommission ungleiche Bedingungen in der Europäischen Union ? », *Ifo Schnelldienst*, vol. 56(3), 2003, p. 3.

¹⁶⁰ Journal officiel n°045 E du 25/02/2003 pp. 0001-0017.

¹⁶¹ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 12.

¹⁶² B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 13.

B.- SECTION 2 : LE COMPROMIS SOUS-TENDANT L'ADOPTION DE LA VERSION FINALE

1) Sous-section 1 : Opposition entre deux conceptions de l'offre publique d'acquisition - rappel des deux philosophies

Avant de nous lancer dans une analyse du contenu de la directive, nous aimerions rappeler les deux tendances qui existent dans la matière des offres publiques d'acquisition, concernant la possibilité ou non d'utiliser des mesures de défense après le lancement de l'offre.

En réalité, cette divergence est le résultat d'une opposition entre deux philosophies : la philosophie allemande, ou philosophie protectionniste¹⁶³ et la philosophie anglaise, ou philosophie libérale. Cette opposition traduit la différence de conceptions de l'intérêt social entre les deux courants.

a) Philosophie allemande

L'Allemagne, ainsi que d'autres pays membres de l'Union Européenne, adoptent une attitude plus protectionniste¹⁶⁴ face à la matière des offres publiques d'acquisition et ce pour deux raisons.

Tout d'abord, il est question de protéger l'économie allemande en évitant qu'une personne tierce, une société étrangère ne vienne prendre le contrôle de sociétés allemandes, sans que celles-ci aient eu l'occasion de se défendre contre une OPA hostile.

Ensuite, et c'est là la raison qui nous marque le plus, cette interdiction des mesures de défense résulte de la définition qu'a l'Allemagne de l'intérêt social. En effet, celui-ci peut se concevoir de deux façons. Soit il n'est tenu compte que des intérêts des actionnaires (*shareholders*), soit il est également tenu compte de tous les intérêts entrant en jeu dans une société, comme ceux des travailleurs, créanciers et de la société même (*stakeholders*). L'Allemagne a la vision la plus large de l'intérêt social. Elle souhaite donc protéger tous les intérêts en présence dans la société.

C'est ce but que traduit la possibilité d'entraver le succès d'une OPA par des mécanismes de défense dans la loi de 2001, notamment dans ses principes généraux, où il y est mentionné que les organes de société doivent agir dans l'intérêt de celle-ci. La notion a été précisée dans les motifs de la loi, comme étant les intérêts des actionnaires, des travailleurs et de la société

¹⁶³ En ce sens que les Etats permettant aux sociétés d'adopter des mesures de défense contre une OPA permettent à celles-ci de se protéger contre une prise de contrôle étrangère de la société. Le but est donc de maintenir les sociétés au niveau national.

¹⁶⁴ C. MOSCA, « The Takeover Bids Directive : An opportunity for Europe or simply a compromise ? », *Yearbook of European Law*, vol. 28(1), 2008, p. 309.

dans son ensemble¹⁶⁵. De plus, le législateur allemand n'a pas souhaité que les actionnaires réunis en assemblée générale soient les seuls à décider de l'issue d'une OPA. Si cela était le cas, ils agiraient principalement dans leur intérêt personnel, à savoir tenter d'obtenir le paiement prix possible de leurs titres. Ainsi, en prévoyant que les organes d'exécution de la société, à savoir le directoire et le comité de surveillance, puissent, sous certaines conditions, adopter des mesures de défense à l'encontre de l'OPA, le législateur allemand s'assure que tous les intérêts de la société soient pris en considération par ses dirigeants.

b) Philosophie anglaise

C'est l'extrême opposé qui se manifeste dans la réglementation anglaise, qui adopte une position plus libérale. Tout comme pour l'Allemagne, cette position s'explique par deux raisons. La première est qu'au Royaume-Uni, les OPA sont considérées comme bénéfiques pour l'économie, notamment en ce qu'elles permettent de changer la direction de sociétés qui sont mal gérées, l'aboutissement d'une OPA en étant la preuve.

Ensuite, l'intérêt social au Royaume-Uni est vu de façon bien plus étroite qu'en Allemagne. Il s'y limite aux intérêts des seuls actionnaires, des *shareholders*. Ceux-ci jouent donc un rôle central¹⁶⁶ dans la réglementation et sont les seuls à pouvoir décider de l'adoption de mesures de défense ou non pour empêcher le succès des OPA¹⁶⁷. Le droit anglais considère qu'il serait mauvais de laisser aux dirigeants de la société la possibilité de décider du succès ou de l'échec d'une OPA. Ceux-ci auraient un intérêt personnel à ce que l'OPA échoue car, dans le cas contraire, ils risqueraient de perdre leur place au sein de la société¹⁶⁸. Il existerait donc un conflit d'intérêts dans leur chef, ce qui les empêcherait de prendre une décision de façon totalement éclairée¹⁶⁹.

Ce point a d'ailleurs été démontré dans la célèbre affaire *Hogg v. Cramphorn Ltd*¹⁷⁰. Il s'agit d'une affaire qui s'est déroulée en 1966 au Royaume Uni. Monsieur Baxter a communiqué sa volonté de lancer une OPA à l'encontre de la société *Cramphorn Ltd*. L'offre était perçue comme mauvaise par les dirigeants de la société, qui ne voulaient pas la voir aboutir, car elle risquait de dénaturer l'entreprise. Le problème était que ceux-ci ne détenaient pas assez de droits de vote pour conserver le contrôle de la société en cas de succès de l'OPA¹⁷¹. Ils ont donc, sans l'accord de l'assemblée générale, émis de nouvelles actions portant chacune 10 droits de vote, violant ainsi les statuts de la société qui prévoyaient qu'une action donnait

¹⁶⁵ H. WIRTZ, *op. cit.*, p. 29 ; Begründung der Bundesregierung vom 11.7.2001 zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Bundestags-Drucksache 14/7034, p. 35.

¹⁶⁶ A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 269.

¹⁶⁷ B. CLARKE, « Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control », *Journal of Business Law*, jun. 2006, p. 355.

¹⁶⁸ K. J. HOPT, *op. cit.*, p. 251.

¹⁶⁹ B. CLARKE, « Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control », *op. cit.*, pp. 356 et 362.

¹⁷⁰ R. R. PENNINGTON, *op. cit.*, p. 178.

¹⁷¹ *Ibidem*.

droit à une voix¹⁷². Un actionnaire minoritaire, Hogg, qui désirait que l'OPA aboutisse, a décidé de porter l'affaire devant les tribunaux afin que l'émission des nouvelles actions soit considérée comme nulle¹⁷³. C'est en ce sens que le juge Buckley a décidé, considérant qu'en agissant ainsi, les dirigeants de la société violaient leurs obligations et entravaient le bon déroulement de l'OPA. La décision d'émettre de nouvelles actions aurait dû être validée par l'assemblée générale afin d'être valide. Les dirigeants ne pouvaient, selon le juge Buckley, décider seuls si l'OPA était mauvaise ou non pour la société.

La neutralité imposée au conseil d'administration dans la *Rule 21* du *City code* réalise ces deux buts. L'OPA est facilitée car les dirigeants de la société ne peuvent décider seuls de l'empêcher et les actionnaires sont les seuls maîtres du succès ou de l'échec de l'OPA.

2) *Sous-section 2 : Version finale de la directive*

a) **Le processus d'adoption de la directive 2004/25/CE**

Suite au dernier refus du Parlement européen en 2001, un groupe d'experts en droit des sociétés a été nommé, formant ainsi le Groupe Winter¹⁷⁴, dirigé par le Néerlandais Jaap Winter¹⁷⁵. Le groupe était chargé de formuler des recommandations concernant la réforme des offres publiques d'acquisition. Il a rendu un rapport en janvier 2002¹⁷⁶, selon lequel la réglementation des OPA devait poursuivre deux principes : la prise de décision par les actionnaires et l'atteinte d'une proportionnalité entre le capital à risque et le contrôle de la société¹⁷⁷.

L'adoption de la directive rentrait dans le cadre du Plan d'Action pour les Services Financiers de l'Union Européenne. Les procédures d'adoption étant généralement lentes (pour preuve, l'adoption de la directive européenne a été lancée depuis 1989...), la Commission européenne a lancé une nouvelle procédure d'approbation : le Processus Lamfalussy¹⁷⁸, qui contient quatre étapes successives¹⁷⁹.

¹⁷² R. R. PENNINGTON, *op. cit.*, p. 178.

¹⁷³ *Ibidem*, p. 179.

¹⁷⁴ A. SERETAKIS, *op. cit.*, p. 254 ; B. CLARKE, « Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control », *op. cit.*, p. 356.

¹⁷⁵ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 13 ; B. CLARKE, « Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control », *op. cit.*, p. 356.

¹⁷⁶ B. CLARKE, « Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control », *op. cit.*, p. 356 ; B. ZYPRIES, *op. cit.*, p. 3.

¹⁷⁷ B. CLARKE, « Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control », *op. cit.*, p. 357.

¹⁷⁸ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 13.

¹⁷⁹ (i) la Commission et le Parlement élaborent les lignes directrices de la réglementation, (ii) un comité spécialisé conçoit, avec les autorités de contrôle des Etats membres, des mesures d'exécution, (iii), les travaux

Après une dernière proposition¹⁸⁰, la directive a enfin pu être adoptée le 21 avril 2004 par le Parlement européen¹⁸¹, grâce à un compromis qui s'est avéré indispensable pour son adoption et qui a été proposé par la délégation portugaise. Ce compromis, dit portugais, sera développé au point b) 3. de notre exposé.

b) Le contenu de la directive

1. Le champ d'application

L'article 1^{er} de la directive règle son champ d'application. Elle s'applique à toutes les offres publiques d'acquisition de titres, lorsque la société-cible relève du droit d'un Etat membre¹⁸². Les titres de la société doivent être totalement ou partiellement admis sur un marché réglementé au sens de la directive 93/22/CE, dans un ou plusieurs Etats membres.

La directive exclut de son champ d'application les 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. ». La directive assimile à ces rachats et 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 ».

2. Les obligations de l'offrant

a. Offre publique d'acquisition volontaire

Les obligations de l'offrant répondent à un double objectif, transparence et égalité de traitement. L'objectif de transparence ressort du troisième considérant de la directive. Quant à l'objectif relatif à l'égalité du traitement, celui-ci est inscrit à l'article 3 §1 a) de la directive, qui prévoit que les détenteurs de titres d'une même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent¹⁸³.

Concernant l'objectif de transparence, l'article 6 prévoit que l'offre doit être rendue publique et que l'autorité de contrôle choisie par l'Etat membre doit en être informée¹⁸⁴. Suite à cela, c'est aux organes d'administration ou de direction de la société-cible et de l'offrant qu'il reviendra d'informer les représentants du personnel ou le personnel même. L'offrant devra

sont coordonnées entre les autorités de contrôle nationales, (iv) la Commission contrôle le respect des réglementations nationales à la directive.

¹⁸⁰ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.U.E.*, n°045, 25 février 2003, p. 1.

¹⁸¹ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 14.

¹⁸² M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 150.

¹⁸³ *Ibidem.*

¹⁸⁴ *Ibidem.*

établir et publier un document concernant les informations de l'offre, permettant ainsi aux actionnaires de prendre librement une décision. L'offre devra également être rendue publique, conformément à l'article 8 de la directive.

b. Offre publique d'acquisition obligatoire

L'article 5 de la directive prévoit que, lorsqu'une personne physique ou morale détient un pourcentage déterminé de droits de vote lui conférant le contrôle de la société, les Etats membres devront faire en sorte que cette personne soit obligée de lancer une offre, sauf si elle a acquis les droits de vote par une OPA volontaire¹⁸⁵. La directive ne prévoit pas le seuil qui devra être atteint pour que le contrôle soit considéré comme acquis, il sera fixé par chaque Etat membre (article 5, 3.).

Dans ce cas, l'offre devra porter sur tous les titres et avoir un prix équitable (art 5,1), afin que tous les actionnaires soient traités de façon égale. Celui-ci est le prix le plus haut qui ait été payé pour les mêmes titres, pour une période fixée par les Etats membres allant de six mois à douze mois. La contrepartie des titres peut être des espèces ou des titres (art 5, 5).

3. Les mesures de défense

Tout comme l'ont fait les droits en vigueur analysés avant l'adoption de la treizième directive, celle-ci fait également une distinction entre les mesures de défense antérieures au lancement de l'OPA et postérieures à celui-ci.

Comme nous l'avons vu précédemment, ces articles, d'inspiration anglaise, posaient énormément problème et sont la raison pour laquelle il a fallu attendre tant de temps avant que la directive ne soit enfin adoptée. Avant de voir quel compromis a été trouvé, nous allons voir le sort réservé aux mesures de défense.

a. Mesures de défense antérieures au lancement de l'OPA

La question des mesures préventives est réglée à l'article 11 de la directive, intitulé simplement « Neutralisation des restrictions »¹⁸⁶. Cet article concerne les restrictions au transfert de titres et au droit de vote¹⁸⁷.

Relativement aux transferts de titres, toute restriction statutairement (comme une clause d'agrément ou de préemption¹⁸⁸) et contractuellement prévue postérieurement à la directive¹⁸⁹

¹⁸⁵ M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151.

¹⁸⁶ *Ibidem*.

¹⁸⁷ K. PEGLOW, *op. cit.*, p. 37 ; K. HEISER, C. SEIBT, « Analyse der EU-Übernehmerichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmrechts », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 34(2), 2005, p. 224 ; P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 90.

¹⁸⁸ M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151.

¹⁸⁹ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 90.

est neutralisée pendant la durée de l'acceptation de l'offre. La restriction est donc inopposable à l'offrant¹⁹⁰.

Quant au droit de vote, les restrictions statutaires et contractuelles ne sortiront pas leurs effets lors de l'assemblée générale durant laquelle il sera voté sur des mesures de défense qui pourraient être adoptées par la société-cible¹⁹¹. Lors de cette assemblée générale, s'il existe des titres donnant droit à plusieurs voix, ils seront réduits à une seule voix par actionnaire¹⁹².

Ces restrictions, ainsi que des droits extraordinaires accordés statutairement à des actionnaires concernant la nomination ou révocation des membres de l'organe d'administration ou de gestion ne s'appliqueront pas non plus lorsque l'offrant obtient 75% du capital assorti du droit de vote¹⁹³. Si l'offrant convoque, après la clôture de l'offre, une assemblée générale afin de modifier les statuts, nommer ou révoquer les membres de l'organe d'administration ou de direction, tout actionnaire n'aura droit qu'à un vote et ce malgré la détention de titres lui en conférant plusieurs. Cette règle vise à assurer que la prise de contrôle par l'offrant pourra être effective¹⁹⁴.

La suppression de ces droits sera compensée par une indemnisation équitable si une perte a été subie par le détenteur du titre¹⁹⁵. La neutralisation des restrictions aux droits de vote ne s'applique pas si ces restrictions sont accompagnées d'avantages pécuniaires spécifiques¹⁹⁶.

b. Mesures de défense postérieures au lancement de l'OPA

Celles-ci sont visées à l'article 9 de la directive, qui introduit le principe de neutralité de l'organe d'administration ou de direction, inspiré par la *Rule 21* du *City Code* anglais¹⁹⁷. Il prévoit, en son paragraphe 2, que l'organe d'administration ou de direction de la société doit obtenir l'accord de l'assemblée générale, afin de pouvoir adopter toute mesure qui pourrait être un obstacle au succès de l'OPA et ce pendant la période de l'offre¹⁹⁸, allant du moment où l'organe reçoit les informations sur l'offre à celui où le résultat de l'offre est rendu public ou à celui où l'offre est devenue caduque. Cette règle vaut également pour les décisions prises avant cette période, qui n'ont pas encore été exécutées ou que partiellement et dont la mise en œuvre pourrait entraver le déroulement de l'OPA. Dans ce cas, l'assemblée générale devra confirmer la décision¹⁹⁹.

La seule exception prévue dans ce deuxième paragraphe concerne la recherche d'une autre offre²⁰⁰, ce qui aboutirait tout de même à un changement de contrôle de la société. Les

¹⁹⁰ M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151 ; K. HEISER, C. SEIBT, *op. cit.*, p. 224.

¹⁹¹ M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151 ; P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 91.

¹⁹² M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151.

¹⁹³ *Ibidem*.

¹⁹⁴ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 91.

¹⁹⁵ M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151 ; P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 92.

¹⁹⁶ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, *op. cit.*, p. 91.

¹⁹⁷ B. CLARKE, « Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control », *op. cit.*, p. 364.

¹⁹⁸ K. PEGLOW, *op. cit.*, p. 37 ; M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151 ; K. HEISER, C. SEIBT, *op. cit.*, p. 223 ; C. MOSCA, *op. cit.*, p. 314 ; P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 88 ; B. CLARKE, « Articles 9 and 11... », *op. cit.*, p. 364.

¹⁹⁹ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 88.

²⁰⁰ M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 151 ; K. HEISER, C. SEIBT, *op. cit.*, p. 223.

organes d'administration et de direction sont empêchés d'adopter des actes qui entrent habituellement dans leurs compétences, mais pourront cependant continuer d'adopter les actes qui rentrent dans la gestion normale de la société, tant que leur mise en œuvre n'entrave pas le cours de l'OPA (article 9 §3)²⁰¹. Nous remarquons que les pouvoirs de l'organe d'administration ou de direction de la société sont fortement limités²⁰², voir quasi-inexistants pendant la période de l'offre.

Le cinquième paragraphe de l'article 9, quant à lui, dispose que l'organe d'administration ou de direction de la société-cible devra rendre un avis sur l'offre qui a été lancée, ce qui sera son seul moyen d'influencer les actionnaires sur leur décision d'accepter ou non l'offre. Cet avis contiendra notamment les répercussions que pourrait avoir l'OPA sur les intérêts de la société. Une attention particulière sera attirée sur les conséquences qu'aurait le succès de l'OPA sur l'emploi dans la société.

c. Compromis : la transposition facultative des articles 9 et 11 et la clause de réciprocité

Ces articles étaient à l'origine des blocages survenus avant l'adoption de la version définitive de la directive²⁰³. Comme nous l'avons vu, il était impossible d'avancer sans trouver un compromis satisfaisant les deux groupes d'Etats qui s'opposaient²⁰⁴.

Le compromis a été glissé à l'article 12 de la directive, intitulé « Arrangements facultatifs »²⁰⁵. Le titre même de l'article montre le caractère de compromis de celui-ci. Il s'agit de laisser le choix aux Etats membres d'imposer ou non les règles des articles 9 paragraphes 2 et 3, et 11 aux sociétés ayant leur siège social sur leur territoire²⁰⁶. Un Etat membre qui décide de ne pas transposer les articles 9 et 11 fait utilisation de l'*Opt Out*²⁰⁷. Cependant, si un Etat membre décide de ne pas imposer l'application de ces articles aux sociétés, il doit leur laisser le choix d'utiliser ces articles, grâce à une décision de l'assemblée générale des actionnaires et une introduction dans les statuts. Dans un tel cas, on parlera d'*Opt In*²⁰⁸. Cette décision devra être notifiée à l'autorité de contrôle choisie par l'Etat membre.

De base, l'article 12 ne figurait pas dans la dernière proposition faite par la Commission européenne. Le Parlement européen, qui avait refusé d'adopter la directive en juillet 2001, l'y a ajouté lors de sa première lecture le 16 décembre 2003 dans le cadre de la procédure de

²⁰¹ C. MOSCA, *op. cit.*, p. 315.

²⁰² P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 89.

²⁰³ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 86 ; C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 313 ; G.K. MORSE, « Implementing the thirteenth EC Directive – the end of self regulation in form only », *Journal of Business Law*, may 2005, p. 408.

²⁰⁴ C. MOSCA, *op. cit.*, p. 309 ; P. LYSANDROU, F.A. PRA, « The Irrelevance of the European Union's Takeover Directive », *Competition & Change*, vol. 14(3-4), 2010, p. 204.

²⁰⁵ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 87.

²⁰⁶ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 14 ; M. GERMAIN, *op. cit.*, p. 152 ; K. HEISER, C. SEIBT, *op. cit.*, p. 222 ; C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 313.

²⁰⁷ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 87 ; C. MOSCA, *op. cit.*, p. 309.

²⁰⁸ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 87.

codécision. Ce compromis étant indispensable pour l'adoption de la directive, le Conseil a approuvé cet amendement le 30 mars 2004 et la directive fut enfin adoptée le 21 avril 2004²⁰⁹.

Enfin, une clause de réciprocité a également été prévue²¹⁰. Lorsqu'une société, qui fait application des articles 9 et 11, fait l'objet d'une OPA lancée par une société ne les appliquant pas ou par une société contrôlée directement ou indirectement par une société n'appliquant pas les articles, l'Etat membre de la société-cible peut exempter celle-ci de faire application des articles²¹¹.

C.- SECTION 3 : LA TRANSPOSITION DE LA DIRECTIVE DANS CERTAINS ETATS MEMBRES

La transposition de la directive devait, en vertu de l'article 21 de celle-ci, avoir lieu au plus tard pour le 20 mai 2006²¹².

1) Sous-section 1 : Remarque préliminaire

Il est vrai que la directive laisse parfois une certaine marge de manœuvre aux Etats membres. C'est d'ailleurs là la nature même de la directive que de laisser la possibilité aux Etats devant la transposer de choisir les moyens et les normes pour la mettre en œuvre.

Il s'agit notamment du fait de laisser aux Etats membres le choix du pourcentage de voix donnant droit au contrôle de la société pour le lancement d'une OPA obligatoire (article 5, paragraphe 3 de la directive), le choix de l'autorité de contrôle pour la matière des OPA (article 4 de la directive), le choix de la durée exacte de la période d'acceptation de l'offre (article 7 de la directive). Dans de tels cas, la directive donne des exigences minimales et laisse ensuite une marge de manœuvre aux Etats membres, qui pourront aller au-delà, tant que le minimum est respecté.

Cependant, tel n'est pas le cas concernant les articles 9 et 11. Il ne s'agit pas d'imposer un minimum aux Etats membres. Il leur est carrément laissée la possibilité de choisir entre quatre combinaisons : rendre les articles 9 et 11 obligatoires, ne pas les rendre obligatoires, rendre l'article 9 obligatoire mais pas l'article 11, rendre l'article 11 obligatoire mais pas l'article 9. Ainsi, aucune obligation minimale n'est imposée aux Etats, ils sont totalement libres de

²⁰⁹ B. VAN DEN HOVE, *op. cit.*, p. 14.

²¹⁰ C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 313.

²¹¹ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 87.

²¹² G.K. MORSE, « Implementing the thirteenth EC Directive – the end of self regulation in form only », *op. cit.*, p. 403.

choisir l'une des quatre solutions, s'ajoutant à celles-ci la possibilité de transposer ou non la clause de réciprocité.

Nous aimerions voir, en analysant la transposition ayant eu lieu dans les Etats membres qui ont attiré notre attention, si une certaine harmonie s'est créée ou non concernant les mesures de défense. En effet, nous considérons que, pour les autres dispositions, une harmonie a été atteinte *via* le jeu des obligations minimales.

2) *Sous-section 2 : La transposition en droit allemand*

L'Allemagne a transposé la treizième directive par la *Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerichtlinie – Umsetzungsgesetz)*²¹³, insérant des articles dans la WpÜG²¹⁴. Cette loi a été adoptée le 8 juillet 2006, soit peu de temps après le délai de transposition fixé par la directive²¹⁵.

Concernant tout d'abord l'article 9 de la directive, l'Allemagne a décidé de laisser le choix aux sociétés, et a donc fait l'usage de la faculté d'*Opt Out*²¹⁶. Cela ressort du §33b, et plus particulièrement du (1) qui prévoit ceci : « Die Satzung einer Zielgesellschaft kann vorsehen, dass Absatz 2 Anwendung findet²¹⁷ ». L'utilisation du verbe « können²¹⁸ » prouve bien qu'il s'agit là d'une possibilité et non d'une obligation pour la société-cible. Le deuxième paragraphe du §33b transpose l'article 9 de la directive. Le troisième paragraphe, quant à lui, prévoit qu'une société-cible ayant fait usage de l'*Opt In* devra en avvertir l'autorité compétente.

Quant à l'article 11 de la directive, nous remarquons que le §33 de la WpÜG déjà en vigueur avant l'adoption de la directive figure toujours dans la loi, démontrant qu'il est toujours possible que des mesures de défense soient adoptées. Cela est confirmé par le §33a, qui dispose que les statuts de la société-cible peuvent prévoir que le §33 ne s'appliquera pas²¹⁹. Dans ce cas, l'article 9 de la directive se verra appliquer et les mesures de défense prises par l'organe d'administration ou de direction seront interdites.

La clause de réciprocité a également été transposée dans la WpÜG en son §33c. Celui-ci prévoit donc que, si une société a prévu dans les statuts l'application des articles 9 et 11, l'assemblée générale peut décider qu'ils ne s'appliqueront pas si la société est la cible d'une OPA lancée par un offrant qui n'applique pas les articles 9 et 11 de la directive ou les §§ 33a et 33b de la WpÜG.

²¹³ Traduction libre : loi transposant la directive 2004/25/EG du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (directive sur les offres publiques d'acquisition – loi de transposition).

²¹⁴ C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 305.

²¹⁵ *Ibidem*.

²¹⁶ *Ibidem*, p. 317.

²¹⁷ Traduction libre : Les statuts d'une société-cible peuvent prévoir que le paragraphe 2 est d'application.

²¹⁸ Traduction libre : pouvoir.

²¹⁹ C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 316.

L'Allemagne est restée fidèle à sa vision de l'OPA antérieure à l'adoption de la directive en décidant de ne pas imposer la neutralité de l'organe d'administration ou de direction et la neutralisation des restrictions²²⁰. Les mesures de défense sont donc bel et bien toujours possibles pour la société-cible²²¹.

3) Sous-section 3 : La transposition en droit anglais

La transposition de la treizième directive a été effectuée, au Royaume-Uni par *The Takeover Directive (Interim Implementation) Regulations 2006*. Cette transposition était temporaire, la transposition permanente a eu lieu dans le *Part 28 du Companies Act 2006*. Suite à la directive, le *City Code* a également été modifié.

La *Rule 21* du *City Code* mentionnée au deuxième chapitre de notre exposé a été maintenue. Cela signifie donc que l'article 9 de la directive a été rendu obligatoire par les autorités anglaises²²². De ce fait, il est interdit au conseil d'administration de prendre toute mesure qui pourrait entraver le déroulement de l'OPA. Une seule différence existe avec l'article 9 de la directive. Là où le consentement de l'assemblée générale était requis pour une décision prise avant l'OPA mais partiellement exécutée ou pas encore exécutée, il suffira à la société de demander l'avis du *Panel* sans passer par l'assemblée générale.

Par contre, l'article 11 n'a pas été rendu obligatoire. Selon le chapitre 2 de la *Part 28* du *Companies Act* de 2006, les sociétés ont donc la possibilité d'utiliser le mécanisme d'*Opt In* pour le rendre applicable. Pour ce faire, la société devra remplir trois conditions : avoir des parts admises sur un marché réglementé ; ne pas avoir des restrictions prévues à l'article 11 de la directive dans ses statuts ou dans le cas contraire prévoir qu'elles ne s'appliqueront pas en cas d'OPA ; ne pas avoir de parts avec des droits spéciaux détenues par un Ministre, c'est-à-dire quelqu'un ayant une fonction au gouvernement britannique.

Tout comme l'Allemagne, le Royaume-Uni est resté fidèle à sa législation antérieure et à la philosophie la sous-tendant. Il reste donc impossible pour le conseil d'administration de prendre toute mesure qui pourrait faire échouer les OPA.

4) Sous-section 4 : La transposition en droit belge

La directive 2004/25 a été, en Belgique, transposée par la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition et dans l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres

²²⁰ C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 313.

²²¹ *Ibidem*.

²²² V. DE BEAUFORT, « Harmonisation communautaire et stratégie juridique l'exemple des règles sur les OPA », in A. MASSON (dir.), *Les stratégies juridiques des entreprises*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 260.

publiques d'acquisition²²³. Ces deux dispositifs ont abrogé les articles de la loi du 2 mars 1989 concernant les articles concernant les OPA et l'arrêté royal du 8 novembre 1989²²⁴. Nous allons maintenant voir si, comme l'Allemagne et le Royaume-Uni, la Belgique est restée fidèle à ses idées antérieures ou si elle a opéré un revirement.

Tout d'abord, relativement aux articles 9 et 11, le législateur belge s'est amplement facilité la tâche en ne prévoyant qu'un seul article, l'article 46, situé dans le chapitre 1^{er} « Régimes facultatifs » du Titre V de la loi intitulé « Règles complémentaires concernant les offres publiques d'acquisition »²²⁵. Rien qu'en lisant le titre, nous comprenons que le législateur belge a utilisé l'*Opt Out* accordé par la directive dans son article 12²²⁶. Les articles 9 et 11 ne sont pas obligatoirement applicables par les sociétés mais celles-ci, si elles ont leur siège social en Belgique et ont des titres admis sur un marché réglementé, peuvent décider de les appliquer, en les insérant dans leurs statuts par la procédure requise pour la modification de ceux-ci²²⁷. Dans un tel cas, le législateur belge a décidé de transposer la clause de réciprocité à l'article 47 de la loi de 2007²²⁸.

En ne s'intéressant qu'à l'article 46, nous pourrions penser que le législateur s'est limité à cela et ne reprend pas les règles qui figuraient auparavant dans l'arrêté royal de 1989. Cependant, l'article 35 de la loi dispose que la FSMA (Autorité des services et marchés financiers), autorité choisie en Belgique pour assurer la bonne application des règles sur les OPA, doit contrôler le respect des articles 510, 511, 512, 556, 557, 607 et 620 du code des sociétés²²⁹. Or, ceux-ci reprennent en réalité les règles qui figuraient anciennement dans l'arrêté royal de 1989. En effet, les articles 510 à 512 régissent le sort des clauses d'agrément et de préemption après le lancement d'une OPA²³⁰, tout comme le faisaient les articles 15 et 16 de l'arrêté royal. Quant aux articles 556, 557, 607 et 620, ils reprennent de façon éclatée ce qui était prévu à l'article 8 de l'arrêté royal²³¹.

La Belgique est donc également restée dans la même voie que sa législation antérieure²³². C'est d'ailleurs clairement l'intention qui ressort des travaux préparatoires de la loi de 2007. Il y est notamment prévu qu'en ne rendant pas les articles 9 et 11 de la directive obligatoires, cela « permet en particulier de maintenir les exceptions que prévoit la législation actuelle au principe de neutralité de l'organe d'administration lors d'une offre publique. Le législateur reste ainsi dans la ligne de l'équilibre atteint à la suite des modifications législatives précédentes concernant l'application de mesures de défense en cas d'offre »²³³.

²²³ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 7.

²²⁴ *Ibidem*.

²²⁵ C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 317.

²²⁶ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 93.

²²⁷ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 87 ; C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 318.

²²⁸ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 97 ; C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 319.

²²⁹ P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, pp. 87-88.

²³⁰ M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », in DAL, G.-A. (dir.), *Contrôle, stabilité et structure de l'actionariat*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 295.

²³¹ M. FYON, *op. cit.*, pp. 299 à 306.

²³² P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, R. JAFFERALI, V. MARQUETTE, e.a., *op. cit.*, p. 87.

²³³ Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, *Doc. parl.*, Chambre, 5^{ème} session de la 51^{ème} législature, 5 janvier 2007, n°2834/001, p. 8 ; C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 318.

V.- CONCLUSION : LA DIRECTIVE 2004/25/CE RÉALISE-T-ELLE VRAIMENT UNE HARMONISATION DE LA MATIÈRE ?

La directive 2004/25/CE avait pour objectif d'harmoniser la matière des offres publiques d'acquisition et d'ainsi créer un *Level Playing Field* au sein de l'Union Européenne²³⁴. A cause des discordances qui existaient entre deux visions de l'OPA (représentées par le Royaume-Uni et l'Allemagne), l'adoption de la directive a été retardée pendant plusieurs dizaines d'années. Un compromis a donc été plus que nécessaire afin de parvenir à l'adoption de la norme. Cependant, ce compromis ne consistait pas dans la suppression de certaines dispositions mais dans le fait d'en rendre certaines facultatives.

En rendant les articles 9 et 11 facultatifs *via* l'article 12 de la directive, les législateurs européens ont en réalité donné, comme nous l'avons vu, quatre possibilités aux Etats-membres : transposer les articles 9 et 11, n'en transposer aucun, transposer l'article 9 mais pas le 11 ou transposer l'article 11 mais pas le 9. Comme il a été dit, rien qu'en choisissant trois pays sur lesquels nous avons concentré notre exposé, ils n'ont pas opté pour la même possibilité. Notre constat est d'ailleurs confirmé par un rapport qu'a rédigé la Commission européenne sur la transposition de la directive le 28 juin 2012. En effet, selon ce rapport, 19 Etats membres ont décidé de transposer l'article 9 relatif à la neutralité de l'organe d'administration ou de direction, tandis que seuls trois Etats membres ont transposé l'article 11 concernant la neutralisation des restrictions²³⁵.

Il convient de se demander ce qu'a réellement apporté la directive 2004/25/CE. Est-ce le fait d'imposer aux Etats membres la désignation d'une autorité de contrôle ? L'Allemagne, la Belgique et le Royaume-Uni en disposaient déjà avant la directive. Est-ce le fait d'avoir imposé des obligations de transparence, d'égalité, d'information ? Il s'agit, comme nous l'avons vu, de constantes dans les trois pays que nous avons analysés. Est-ce le fait de prévoir l'obligation de lancer une OPA ? Cela existait déjà avant l'adoption de la directive. Est-ce le fait d'avoir imposé à tous les Etats membres les mêmes règles concernant les mesures de défense ? Comme nous l'avons vu, c'est loin d'être le cas.

Nous ne pouvons donc que constater ce qui suit : la directive 2004/25/CE n'a pas atteint son but. En cherchant à tout prix à contenter un maximum d'Etats membres, les instances européennes ne sont pas parvenues à harmoniser complètement la matière. Une personne qui va vouloir lancer une OPA sans savoir vers quel pays se diriger pourrait donc se retrouver dans une situation où son offre sera facilitée car la société-cible ne sera pas en mesure d'adopter des mécanismes de défense, notamment si l'offrant se dirige vers l'Angleterre, ou dans un cas où il lui sera difficile de faire aboutir son offre car l'organe d'administration ou

²³⁴ C. M. BRÜLS, *op. cit.*, p. 301.

²³⁵ « Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions – Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition », COM(2012) 347 final, 28 juin 2012, pp. 3-4.

de direction de la société-cible pourra prendre des mesures appropriées pour se défendre de la tentative d'OPA, comme ce serait le cas d'une société allemande.

Cet échec a même été avoué par la Commission s'agissant des mesures de défense qui écrit, dans son rapport du 28 juin 2012 : « On peut donc considérer que la directive n'est pas très efficace quant à la réglementation de l'utilisation des mesures de défense, ce qu'ont confirmé les parties prenantes. »²³⁶. Outre ce problème concernant les mesures de défense, la Commission en relève quatre autres, ce qui est déjà conséquent pour une directive ne contenant que 23 dispositions. Pourtant, malgré cela, la Commission estime que l'application de la directive est satisfaisante²³⁷. Nous nous demandons si cela est réellement le cas ou si la Commission n'ose, en réalité, pas avouer l'échec d'un travail qui a pris plus de trente ans.

Ces constats nous mènent à une réflexion : ne serait-il pas temps, pour l'Union Européenne, de revoir ses ambitions ? La solution ne serait-elle pas de passer, quand cela est nécessaire, outre le désaccord de certains Etats membres, afin d'atteindre une véritable harmonisation ?

²³⁶ « Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions – Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition », COM(2012) 347 final, 28 juin 2012, p. 9.

²³⁷ *Ibidem*, p. 10.

BIBLIOGRAPHIE

Doctrine

Ouvrages

- DE CORDT, Y. (dir.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition : journée d'études du vendredi 30 novembre 2007*, Waterloo, Kluwer, 2007, 385 p.
- DE CORDT, Y., *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004, 1050 p.
- DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 152 p.
- DE WULF, H., VAN DER ELST, C., *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, Antwerpen - Oxford, Intersentia, 2008, 420 p.
- DELVAUX, T., FAYT, A., GOL, D., PASTEGER, D., SIMONIS, M., THIRION, N., *Droit de l'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2013, 851 p.
- FORIERS, P.-A., HIRSCH, S., JAFFERALI, R., MARQUETTE, V., e.a., *Les offres publiques d'acquisition : le nouveau régime*, Bruxelles, De Boeck, 2008, 448 p.
- HILMER, K., *Die Übernahmerichtlinie und ihre Umsetzung in das deutsche Recht : eine Analyse des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes*, Frankfurt am Main (u.a.), Peter Lang, 2007, 438 p.
- JAKHIAN, G., *Les offres publiques d'acquisition : Chronique de jurisprudence 1989 – 2000*, Bruxelles, Larcier, 2001, 209 p.
- KOCH, B., *Hindernisse für öffentliche Übernahmeangebote im deutschen und britischen Recht*, Frankfurt am Main (u.a.), Peter Lang, 1996, 332 p.
- PRESSER, S., *Öffentliche Übernahmeangebote und Unternehmenskontrolle in Deutschland unter besonderer Berücksichtigung des Minderheitenschutzes und unter Einbeziehung der europäischen Übernahmerichtlinie*, Hamburg, Kovač, 2005, 522 p.
- THIRION, N. (dir.), *Droit international et européen des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2009, 306 p.
- VAN DEN HOVE, B., « Les offres publiques d'acquisition et de retrait en Belgique, Aspects théoriques et pratiques », *G.J.U.E.*, titre 5, liv. 50, suppl. 83, novembre 2008, Waterloo, Kluwer, 95 p.
- WITTERWULGHE, R., *L'offre publique d'acquisition : une analyse juridique*, Bruxelles, De Boeck, 1988, 236 p.
- ZINSER, A., *Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht : eine rechtsvergleichende Untersuchung mit Blick auf eine künftige Regelung in Deutschland*, Frankfurt am Main (u.a.), Peter Lang, 2000, 318 p.

Articles

- BRÜLS, C.M., « La transposition de la treizième Directive du 21 avril 2004 dans d'autres pays européens, aspects de droit comparé : l'exemple de l'Allemagne », in DE CORDT, Y. (dir.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition : journée d'études du vendredi 30 novembre 2007*, Waterloo, Kluwer, 2007, pp. 299-320.
- BRUYNEEL, A., « Les offres publiques d'acquisition: réforme de 1989 », *J.T.*, 1990, pp. 5-87.
- CLARKE, B., « Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control », *Journal of Business Law*, jun. 2006, pp. 355-374.
- CLARKE, B., « The takeover directive : is a little regulation better than no regulation ? », *European Law Journal*, vol. 15(2), 2009, pp. 174-197.
- DE BEAUFORT, V., « Harmonisation communautaire et stratégie juridique l'exemple des règles sur les OPA », in MASSON, A. (dir.), *Les stratégies juridiques des entreprises*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 251-264.
- DE CORDT, Y., « Les enjeux de la Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 », in DE CORDT, Y. (dir.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition : journée d'études du vendredi 30 novembre 2007*, Waterloo, Kluwer, 2007, pp. 1-51.
- DEAKIN, S., « Is the Modernisation of Company Law a Threat to Employee Voice within the Enterprise ? A British Perspective », in JÜRGENS, U., SADOWSKI, D., SCHUPPERT, G.F., WEISS, M. (éd.), *Perspektiven der Corporate Governance : Bestimmungsfaktoren, unternehmerischer Entscheidungsprozesse und Mitwirkung der Arbeitnehmer*, Baden-Baden, Nomos, 2007, pp. 235-257.
- DREILING, A., JÄGER, M., KRAFT, G., « Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit », *Arbeitspapiere aus dem Institut für Wirtschaftsrecht*, Heft 11, 2003, pp. 1-44.
- FRANTZEN, J., « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Dr. banc. fin.*, liv. 3, 2004, pp. 144-153.
- FYON, M., « Contrôle et mesures anti-OPA », in DAL, G.-A. (dir.), *Contrôle, stabilité et structure de l'actionariat*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 295-346.
- FYON, M., WAUTELET, P., « Le champ d'application, les questions de droit international privé et le prospectus », in DE CORDT, Y. (dir.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition : journée d'études du vendredi 30 novembre 2007*, Waterloo, Kluwer, 2007, pp. 53-93.
- GERMAIN, M., « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Revue de droit privé de l'Union Européenne*, vol. 1, mai 2004, pp. 150-152.
- HEISER, K., SEIBT, C., « Analyse der EU-Übernehmerrichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 34(2), 2005, pp. 200-251.
- HELDENBERGH, A., « Les motivations des offres publiques d'acquisition : Le profil financier des cibles », *C. H. CRISP*, vol. 1693-1694(28), 2000, pp. 1-69.

- HIRTE, H., « Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 31(4), 2002, pp. 623-658.
- HOPT, K. J., « Takeover defenses in Europe: a comparative, theoretical and policy analysis », *Columbia Journal of European Law*, 20, 2014, pp. 249-282.
- LYSANDROU, P., PRA, F.A., « The Irrelevance of the European Union's Takeover Directive », *Competition & Change*, vol. 14(3-4), 2010, pp. 203-220.
- MORSE, G.K., « Controlling frustrating action by the offeree board », *Journal of Business Law*, jul. 1991, pp. 349-352.
- MORSE, G.K., « The City Code on Takeovers and Mergers – self regulation or self protection ? », *Journal of Business Law*, nov. 1991, pp. 509-524.
- MORSE, G.K., « Controlling takeovers – the self regulation option in the United Kingdom », *Journal of Business Law*, jan. 1998, pp. 58-74.
- MORSE, G.K., « 2003 Annual Report of the Takeover Panel – Frustrating action and unquoted shares », *Journal of Business Law*, jan. 2004, pp. 143-154.
- MORSE, G.K., « Implementing the thirteenth EC Directive – the end of self regulation in form only », *Journal of Business Law*, may 2005, pp. 403-410.
- MOSCA, C., « The Takeover Bids Directive : An opportunity for Europe or simply a compromise ? », *Yearbook of European Law*, vol. 28(1), 2008, pp. 308-336.
- PEGLOW, K., « Die EU-Übernahmerichtlinie », *Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht*, vol. 3(1), 2006, pp. 37-38.
- PENNINGTON, R. R., « Takeover Bids in the United Kingdom », *The American Journal of Comparative Law*, Vol.17(2), 1 april 1969, pp. 159-193.
- SERETAKIS, A., « Hostile takeovers and defensive mechanisms in the United Kingdom and the United States : a case against the United States regime », *The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 8, no. 2, 2013, pp. 245-279.
- TRÖGER, T., « Unternehmensübernahmen im deutschen Recht (II) Übernahmeangebote, Pflichtangebot, Squeeze Out », *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht*, vol. 12(10), 2002, pp. 397-407.
- WIRTZ, H., « Übernahmeangebote und sonstige öffentliche Angebote zum Erwerb von Aktien : Ausgestaltungsmöglichkeiten und deren Beschränkung durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz », *Diskussionsbeitrag Nr. 353 des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität in Hagen*, 2004, pp. 1-74.
- WYMEERSCH, E., « Übernahmeangebote und Pflichtangebote », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, vol. 31(4), 2002, pp. 520-545.
- ZYPRIES, B., « EU-Übernahmerichtlinie : schafft der Vorschlag der Kommission ungleiche Bedingungen in der Europäischen Union ? », *Ifo Schnelldienst*, vol. 56(3), 2003, p. 3.

Autres

- SCHINDERA, H., « Die Kompetenzverteilung der Organe einer Aktiengesellschaft im Übernahmeverfahren », Inaugural-Dissertation zur Erlangung der Doktorwürde der Juristischen Fakultät der Eberhard-Kalrs-Universität Tübingen, prononcé le 16 juillet 2002, 226 pages.

Documents législatifs, parlementaires, des institutions européennes

- Projet de loi relatif à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *Doc. parl.*, Chambre, S.E. 1988, 20 juillet 1988, n°522/1.

- Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.U.E.*, n°045, 25 février 2003, pp. 1-17.

- Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, *Doc. parl.*, Chambre, 5^{ème} session de la 51^{ème} législature, 5 janvier 2007, n°2834/001.

- Begründung der Bundesregierung vom 11.7.2001 zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Bundestags-Drucksache 14/7034.

- « Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions – Application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition », COM(2012) 347 final, 28 juin 2012, 15 p.

