

La nécessité de solutions particulières.

627. L'arbitrage financier vient traduire la diversité des stratégies que peuvent adopter les actionnaires pendant les offres publiques. Il s'agit de comportements apparaissant comme étant particulièrement exagérés dans le sens où ils sont quasiment à l'extrême du désintéressement qu'un actionnaire peut porter à la société. Ils reflètent néanmoins parfaitement la grande diversité des pratiques que l'actionnaire, détenteur des titres de la société, peut appliquer en période d'offre publique. L'ensemble de ces comportements ont des motivations et des conséquences différentes. Elles traduisent une pluralité réelle de l'actionnariat. La notion d'actionnaire apparaît comme étant protéiforme et peut difficilement recouvrir un comportement qui soit identique à l'ensemble des parties. Ces comportements rentrent alors en contradiction avec un droit des offres publiques fondé sur l'égalité des actionnaires et ne faisant aucune distinction entre les différentes catégories d'investisseurs. Ce droit offre une protection identique à des investisseurs qui ont des attitudes totalement différentes vis-à-vis de la société. On peut clairement distinguer entre ces comportements, distinction qui vient bouleverser cette notion d'égalité qui est la pierre angulaire des offres publiques étant donné que certains actionnaires pourront apparaître comme abusant de la protection offerte par ce principe (§1). Ces constatations remettant en cause le principe de l'égalité des actionnaires pendant les offres publiques il nous faut envisager quelles évolutions seraient de nature à rééquilibrer le déroulement de ces dernières, surtout en cas d'offre hostile. Ces deux pistes peuvent être qualifiées d'options négatives car elles visent à porter atteinte aux droits de certains actionnaires. La première question porte sur la place des dirigeants lors des offres publiques. Il est soutenu que ces derniers doivent se voir redonner une plus grande marge de manœuvre pour pouvoir mettre en échec des offres pouvant porter préjudice à long terme à la société. Une telle évolution éviterait que les actionnaires arbitragistes favorisent le succès d'une offre qui ne serait pas pertinente pour la société cible. Une telle évolution semble peu probable même si des modifications intéressantes peuvent être envisagées, la neutralisation apparaissant souvent excessive. L'autre évolution envisagée est de priver certains actionnaires de droit de vote en assemblée générale, surtout pendant celle visant à l'approbation de mesures de défense, en fonction de leur durée de présence au capital. Cette réintroduction d'une certaine clause de stage semble être la solution préférable à l'heure actuelle, à défaut d'être la meilleure (§2).

§1. Egalité des actionnaires et diversité de l'actionariat.

628. Cette distinction entre les différentes stratégies actionnariales vient consacrer une thèse déjà développée en droit des sociétés par le Professeur François-Xavier Lucas selon laquelle on peut distinguer en fonction des différents actionnaires et de leur lien avec le contrat social, leur partage de l'affectio societatis propre au contrat de société. Cette nouvelle *summa divisio* se retrouve dans les offres publiques entre les actionnaires portant attention à l'avenir à long terme de la société et les autres, ne souhaitant réaliser qu'une opération financière, comme les arbitragistes (A). Ce constat vient bouleverser le droit des offres publiques. Ce dernier est fondé sur le principe cardinal de l'égalité des actionnaires dans les offres publiques. Tout actionnaire doit recevoir un traitement égal sauf si la situation est différente¹⁹⁰⁶. Ce principe est même à la source des offres publiques et trouve de nombreuses conséquences dans ce droit. La constatation de la diversité des actionnaires et des stratégies actionnariales incite à se poser la question de la pertinence de ce principe. On peut se demander si l'ensemble des actionnaires doit bénéficier de la même protection alors que ceux-ci adoptent des stratégies foncièrement différentes. Surtout, certains actionnaires utilisent ce principe et leur qualité d'actionnaire pour adopter des comportements qui sont à l'opposé de la vision du législateur. On peut dès lors se demander s'il n'y a pas une certaine forme d'abus de ce principe (B).

A. La consécration d'une nouvelle *summa divisio*.

629. Le professeur François-Xavier Lucas a émis une distinction entre les différents actionnaires selon leur participation à l'affectio societatis propre au contrat de société (1). Cette thèse, bien que ne concernant initialement pas ce domaine des offres publiques, y trouve néanmoins sa consécration avec les différentes stratégies et les différents comportements qui peuvent être adoptés par les investisseurs (2).

¹⁹⁰⁶ Article 3.1.a de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

1. La thèse de la distinction entre les actionnaires et les bailleurs de fonds.

630. La distinction entre les différents investisseurs selon leurs liens avec l'affectio societatis de la société a été développée par François-Xavier Lucas (a). Des critiques ont cependant été apportées à cette thèse, tout particulièrement sur la question du critère pouvant permettre une distinction entre les différents actionnaires et procéder ainsi à une summa divisio entre ces derniers (b).

a. La thèse défendue par François-Xavier Lucas.

631. **La distinction entre les actionnaires et les bailleurs de fonds.** La question de savoir si les actionnaires forment un tout uniforme au capital d'une société sans qu'aucune distinction ne puisse être faite a déjà été prise en compte par la doctrine juridique. On peut tout d'abord estimer que l'actionnaire dans une société cotée est différent de l'actionnaire dans une société non cotée ou de l'associé d'une société de personnes¹⁹⁰⁷. Il est dès lors évident que les actionnaires auront des comportements et des attitudes différents en fonction d'un nouveau critère qui est celui de l'admission, ou non, des titres de la société sur les marchés financiers. Selon François-Xavier Lucas, on peut prendre le critère de l'affectio societatis pour séparer entre ces deux catégories d'actionnaires. L'affectio societatis est un élément propre au contrat de société et est essentiel à la définition de l'associé. *« Ce qui caractérise l'associé, c'est cet affectio societatis qui doit l'animer. Voilà un contrat, le contrat de société, pour lequel on ne se soucie pas seulement du consentement des parties, mais qui requiert de tous les contractants une foi partagée, une « volonté d'œuvrer ensemble au succès d'une entreprise commune ». La loi leur demande de mettre en commun le gain et le dommage et d'entretenir des rapports de fraternité qui vont bien au-delà de ce que l'on*

¹⁹⁰⁷ François-Xavier Lucas, Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ?, RDroit Bancaire et Fin., juillet/août 2002, n°4, p.216. Comme le relève François-Xavier Lucas, cela avait déjà été relevé par Ripert (G. Ripert, Aspects juridiques du capitalisme moderne, LGDJ, 1951, 2^{ème} édition, p.94, n°39) : *« Celui qui achète une action à la Bourse peut difficilement croire qu'il fait figure d'associé au sens ancien et réel du terme. Souvent il ne connaît pas la nature et le siège de l'entreprise. Il choisit au hasard les titres que lui désigne son agent de change ou son banquier. Il les revendra dans quelques jours ou quelques mois. Il se soucie peu du nombre et de la qualité des autres actionnaires ou des représentants de la société. C'est un singulier abus de raisonnement logique que de voir dans cet acquéreur le successeur de l'associé primitif. La société est une société de capitaux et non de personnes ».*

exige de cocontractants »¹⁹⁰⁸. Le Professeur Lucas propose dès lors d'utiliser ce critère pour catégoriser entre les actionnaires et les bailleurs de fonds, « *La vérité est que l'affectio societatis de l'actionnaire d'une société dont les titres sont admis à la cote sur le marché boursier est presque toujours inexistant. Or, si l'affectio societatis constitue bien ce critère qui permet de distinguer le contrat de société d'autres contrats, on est tenté de se demander si l'actionnaire est encore un associé* »¹⁹⁰⁹. La thèse défendue est que certains actionnaires, techniquement définis comme tels car détenant ces titres, ne partagent pas le moindre affectio societatis et peuvent donc difficilement être analysés comme étant des actionnaires à part entière.

632. Les associés ne partageant pas l'affectio societatis seraient alors de simples bailleurs de fonds. « *Certains financiers prennent la qualité d'actionnaire pour réaliser un apport de capitaux propres à une société, sans avoir, à aucun moment le souhait de participer au risque de l'entreprise commune* »¹⁹¹⁰. Le Professeur Lucas citait l'exemple des conventions de portage par lesquelles le propriétaire des titres sera certain de les céder à un prix pré déterminé. Ce critère peut cependant être étendu et concerne d'autres actionnaires qui détiendraient des titres mais ne souhaiteraient absolument pas s'intéresser à la politique mise en place par la société. Cette évolution se trouve renforcée par l'évolution des titres financiers¹⁹¹¹ même si ces derniers, nous le verrons, ne peuvent être un critère pertinent pour catégoriser les actionnaires. Il existait une ancienne summa divisio, qui était néanmoins de plus en plus brouillée, entre ceux qui sont actionnaires et ceux qui ne le sont pas, ceux qui sont propriétaires des titres et les autres¹⁹¹². Ainsi, « *Entre les divers bailleurs de fonds qui financent l'activité d'une société par actions, la summa divisio ne peut plus être établie entre ceux qui sont actionnaires et ceux qui ne le sont pas. Une distinction plus pertinente doit être proposée entre ceux qui sont de véritables associés et les autres* »¹⁹¹³.

633. Les implications de cette thèse. L'implication majeure de la thèse développée par le Professeur Lucas est de refonder le droit des sociétés en distinguant parmi les investisseurs. « *Il y a lieu de distinguer, parmi les actionnaires, entre ceux qui ont véritablement une âme d'associés et ceux qui se bornent à réaliser un investissement sans*

¹⁹⁰⁸ François-Xavier Lucas, Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ?, RD Bancaire et Fin., juillet/août 2002, n°4, p.216.

¹⁹⁰⁹ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

¹⁹¹⁰ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

¹⁹¹¹ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

¹⁹¹² Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse Paris I, 1999, n°331 et suivants.

¹⁹¹³ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

avoir une telle ambition. (...) Aujourd'hui il faut s'entendre sur cette idée élémentaire que tous les actionnaires ne sont pas du même bois. Certains sont de vrais associés, d'autres sont de purs investisseurs, c'est-à-dire des créanciers qui ne voient dans l'action que l'enrichissement qu'elle va leur procurer et négligent le pouvoir qu'elle pourrait leur conférer »¹⁹¹⁴. On aurait ainsi d'un côté les actionnaires s'impliquant pleinement dans la société et partageant cet affectio societatis et de l'autre de simples investisseurs financiers ne cherchant que la réalisation d'une plus-value et ne participant en rien au contrat de société. Cette séparation entre actionnaires et bailleurs de fonds pourrait conduire à des évolutions majeures en droit des sociétés. « Un véritable droit des sociétés s'appliquerait aux associés, un droit de l'investissement s'appliquerait aux investisseurs qui ne peuvent être regardés comme des associés »¹⁹¹⁵. On aurait alors à faire à une nouvelle summa divisio. Le droit des sociétés a déjà commencé à évoluer dans ce sens avec des règles spécifiques pour réglementer les sociétés cotées. Selon le Professeur Lucas, cette distinction permettrait de redonner un certain sens à certaines règles qui ne font sens que si l'actionnaire est réellement un actionnaire et non un simple bailleur de fonds (comme avec la réglementation sur les clauses léonines ou l'intangibilité du droit de vote). Conférer au droit de vote un caractère quasi-sacré n'a aucun intérêt si l'on est en présence d'un bailleur de fonds¹⁹¹⁶.

634. François-Xavier Lucas souligne enfin que cette distinction commençait à s'introduire dans le droit français, notamment à travers des décisions jurisprudentielles. La question qui se posait était de savoir si un investisseur qui était un actionnaire mais qui n'avait pas vocation à s'associer au destin de la société pouvait échapper à des règles d'ordre public. Dans une affaire de portage, le donneur d'ordre chercha à invoquer le caractère léonin de l'opération pour se détacher des liens du contrat. La manœuvre était vouée à l'échec étant donné que la Cour de cassation avait accepté les conventions de portage et refusé de recourir aux clauses léonines pour sanctionner ces dernières¹⁹¹⁷. François-Xavier Lucas relève une particularité tenant à la motivation de la Cour d'Appel de Paris¹⁹¹⁸. Elle relève que « le porteur est avant tout un bailleur de fonds » qui ne courait aucun risque financier étant donné qu'il était assuré du remboursement de son investissement et qu'il n'aurait jamais acheté les titres sans cette assurance. L'analyse est qu'il ne se voit dès lors pas appliquer les règles

¹⁹¹⁴ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

¹⁹¹⁵ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

¹⁹¹⁶ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

¹⁹¹⁷ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

¹⁹¹⁸ François-Xavier Lucas, *Ibid.* CA Paris, 25^{ème} Chambre B, 21 décembre 2001, BSA Bourgoin c. CDR Participations.

d'ordre public des clauses léonines du fait de cette qualité. Cette analyse fût ensuite validée par la Cour de cassation¹⁹¹⁹. On peut aussi citer une certaine manifestation de ce raisonnement dans les réflexions de l'AMF sur la possibilité de priver certains actionnaires pratiquant le prêt emprunt de titres. Elle estimait que la privation des droits de vote serait le seul moyen d'empêcher un tel actionnaire d'influer sur la stratégie de la société¹⁹²⁰. Cette distinction est apparue dans la jurisprudence mais dans un cadre très restreint. Les réflexions de l'AMF n'ont pas non plus vraiment débouchées sur une privation de droits de vote pour certains actionnaires. On pourrait donc douter de l'utilité de cette distinction. Cependant, ce n'est pas parce qu'elle n'a pas trouvé une manifestation juridique claire qu'elle est inexistante. Elle revient d'ailleurs régulièrement dans le débat, comme lors des réflexions sur les mesures qui pourraient être prises pour contrebalancer l'influence des actionnaires arbitragistes lors des offres publiques¹⁹²¹.

b. Les critiques de cette thèse.

635. La distinction entre les actionnaires. La première critique que l'on peut faire à cette thèse est déjà de distinguer entre les actionnaires. L'actionnaire est traditionnellement vu comme étant le propriétaire des titres de la société. Ce critère ne permet bien évidemment pas de différencier entre les intentions des actionnaires. Le Code de commerce envisage aussi les actionnaires dans leur généralité. Aucune de ces dispositions ne vient envisager différentes catégories d'actionnaires détenant les mêmes titres. On peut donc estimer que la distinction entre les actionnaires pose en soit problème étant donné qu'aucun fondement juridique de la permet.

636. Le fondement avancé par François-Xavier Lucas dans sa thèse était l'affectio societatis. Cette approche est intéressante mais fortement critiquée¹⁹²². La première critique tient au fait que l'appréhension de ce critère est extrêmement subjectif. Il s'agit d'appréhender si l'actionnaire, détenteur des titres, a, ou non, l'intention de partager le destin économique de la société. *« Il en résulte que l'application d'un tel critère est source d'insécurité juridique*

¹⁹¹⁹ François-Xavier Lucas, *Ibid.* Cass. Com. 16 novembre 2004, Belkhef c. Rossler.

¹⁹²⁰ Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, AMF, Groupe de travail présidé par Y. Mansion, janvier 2008, p. 12 et suivants.

¹⁹²¹ *Infra* n°703 et suivants.

¹⁹²² Alexandre Dalion et Antoine Tadros, La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop ? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés, Bull. Joly Bourse, 2009, n°5, p.406.

*puisque'il est impossible de déterminer ab initio la présence ou non de cette volonté chez l'actionnaire »*¹⁹²³. Cette critique est intéressante car elle vient probablement neutraliser toute catégorisation à priori des actionnaires. Toutefois, cet argument n'est pas pertinent pour une appréciation à posteriori d'un comportement. Il ne semble pas illusoire de pouvoir mettre en place des critères qui seraient à même d'établir si un actionnaire a la « *volonté d'œuvrer ensemble au succès d'une entreprise commune* »¹⁹²⁴. Dès lors, si cette catégorisation des actionnaires rentre dans le cadre d'un mécanisme de sanction on peut parfaitement envisager une telle approche. Une autre objection peut être apportée en se fondant sur la nature même de l'affectio societatis étant donné qu'il ne serait un critère utilisable que lors de la formation du contrat de société pour en apprécier la validité. Il apparaît cependant clairement que le juge n'entend pas le cantonner à ce seul rôle mais bien l'utiliser tout au long de la vie sociale de la société pour apporter des réponses aux questions portant sur la notion d'associé et non uniquement au moment de la création de la société¹⁹²⁵. Cette notion, au cours de vie sociale, a ainsi permis de distinguer le banquier de l'associé, lorsque le premier recevait une quote part aux bénéfices sans pour autant participer au capital¹⁹²⁶.

637. La question du critère. Certaines distinctions entre les actionnaires sont possibles. Elles se font cependant sur des critères objectifs tenant aux propriétés et surtout aux droits attachés aux titres. Certains auteurs proposent ainsi de retenir la distinction mais de la fonder sur des critères tenant aux caractéristiques propres des actions¹⁹²⁷. On peut soutenir qu'il serait possible de catégoriser les actionnaires en se fondant sur la catégorisation des titres financiers. Avec l'émergence de nouveaux titres, comme les actions de préférence, on pourrait répertorier différentes catégories d'actionnaires en fonction des titres qu'ils détiennent et non en fonction de leurs stratégies actionnariales. Cette approche est celle retenue par l'AMF pour accepter une dérogation au principe d'égalité. La seule dérogation admise par le régulateur à ce sacro-saint principe tient dans la possibilité d'accorder un traitement différencié à des situations distinctes, « *Au sein d'une seule et même société, la nécessité de distinguer des situations différentes peut résulter de l'existence, à côté des actions ordinaires, d'autres actions que le droit français englobe désormais sous*

¹⁹²³ *Ibid.*

¹⁹²⁴ François-Xavier Lucas, *Ibid.*

¹⁹²⁵ Philippe Merle, Droit commercial – Sociétés commerciales, Droit Privé, Précis Dalloz, n°44.

¹⁹²⁶ Voir notamment : Ch. Com., 5 novembre 1974, Rev. Soc., 1975, p.492.

¹⁹²⁷ Alexandre Dalion et Antoine Tadros, La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop ? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés, Bull. Joly Bourse, 2009, n°5, p.406.

l'appellation générique d'actions de préférence »¹⁹²⁸. Le régulateur l'a d'ailleurs reconnu dans sa jurisprudence¹⁹²⁹. Le régulateur catégorise donc d'une certaine façon en fonction des titres détenus. Cette approche mérite cependant des réserves importantes. Tout d'abord certaines caractéristiques spécifiques s'attachent à la personne de l'actionnaire et non aux actions¹⁹³⁰ même si elles viennent conférer des droits supplémentaires à ce dernier. Nous avons démontré que c'était notamment le cas pour les actions avec des droits de vote doubles¹⁹³¹. Ces spécificités viennent brouiller toute catégorisation en fonction des titres détenus. D'autres limites apparaissent ; on peut légitimement se demander si la diversité des actionnaires serait parfaitement représentée dans le nombre des différents titres en circulation¹⁹³². Ensuite, et surtout, cette approche nous paraît fortement critiquable étant donné qu'elle repose sur deux présupposés erronés. Le premier serait qu'une catégorie d'action correspondrait parfaitement à la psychologie d'un actionnaire et à sa stratégie actionnariale. On voit difficilement comment certaines catégories de titres seraient réservées aux actionnaires et d'autres aux bailleurs de fonds. Le second serait que l'actionnaire reste fidèle à cette stratégie et ne trouve pas d'intérêt à vendre ses titres pour en acheter d'autres d'une autre catégorie ou même détenir des titres de différentes catégories dans la même société. On peut parfaitement imaginer qu'un actionnaire se comportant en investisseur de long-terme détienne des titres de différentes catégories, comme des actions simples, d'autres avec un droit de vote double et des actions de préférence. La catégorisation des actionnaires par les catégories d'actions ne nous semble donc pas pertinente.

638. L'*affectio societatis* n'apparaît pas comme étant un critère incontestable pour catégoriser les actionnaires. Nous avons démontré que la catégorisation par les titres ne pouvait permettre de catégoriser les actionnaires car la détention d'une catégorie de titres ne signifie par qu'une stratégie actionnariale sera uniforme à l'ensemble des actionnaires détenant ce titre. Le Professeur Lucas a estimé que la catégorisation pouvait se faire de manière totalement objective par l'étude du comportement des investisseurs¹⁹³³. Cette idée est aussi critiquée quant aux critères à retenir. Il est objecté que l'exercice du droit de vote ou la possession des titres sont des critères intéressants mais pas forcément totalement fiables. Un

¹⁹²⁸ Jean-Michel Darrois et Marie-Noël Dompé, *Le contentieux en matière d'offres publiques*, in *Les offres publiques d'achat*, Droit 360°, LexisNexis Litec, n°165.

¹⁹²⁹ *Ibid.* CA Paris, 16 septembre 2003, ADAM et a. c. SA Legrand et SAS Fimaf ; Bull. Joly Bourse, 1^{er} novembre 2003, n°6, p.749.

¹⁹³⁰ M. Jeantin, « Observations sur la notion de catégorie d'action », D. 1995, p.88.

¹⁹³¹ *Supra* n°495 et suivants.

¹⁹³² Alexandre Dalion et Antoine Tadros, *Ibid.*

¹⁹³³ François-Xavier Lucas, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, LGDJ, 1997, n°311.

actionnaire peut totalement se désintéresser de la société mais néanmoins utiliser son droit de vote¹⁹³⁴. Nous sommes cependant parfaitement d'accord avec le Professeur Lucas ; le comportement des investisseurs peut parfaitement permettre de catégoriser ces derniers en fonction de leur degré d'implication. La méthode peut cependant difficilement reposer sur un critère unique. A l'inverse, le recours à la méthode du faisceau d'indices, connue des praticiens et commentateurs du droit boursier pourrait être un outil particulièrement pertinent pour identifier différents comportements permettant de caractériser un actionnaire. On peut parfaitement imaginer que la réunion de plusieurs indices permettrait d'établir que le comportement de l'investisseur est, sauf preuve du contraire, conforme à l'une des deux catégories établies par la doctrine.

2. La consécration de cette thèse.

639. Les constatations sur l'arbitrage financier et l'activisme actionnarial nous semblent consacrer cette thèse. On a à faire à deux comportements parfaitement distincts traduisant deux attitudes antagonistes. La distinction se renforce entre les actionnaires adoptant des stratégies différentes (a) et cette nouvelle *summa divisio* se retrouve parfaitement dans les offres publiques à travers les différentes stratégies actionnariales (b).

a. Le renforcement de la distinction.

640. L'accroissement de la diversité de l'actionnariat. La thèse de François-Xavier Lucas a été renforcée par les mutations de l'actionnariat intervenues depuis. La première de ces mutations, et elle est majeure, tient à l'accroissement de la diversité de l'actionnariat. Cette évolution est le fruit d'un long mouvement¹⁹³⁵. Dans un premier temps, il s'agissait des familles fondatrices de l'entreprise. Ensuite, ces blocs de contrôle éclatèrent donnant naissance à un actionnariat dispersé composé majoritairement d'actionnaires minoritaires. Le troisième mouvement qui ne cesse de s'amplifier tient dans l'apparition de la gestion d'actifs,

¹⁹³⁴ Alexandre Dalion et Antoine Tadros, *Ibid.*

¹⁹³⁵ Gower and Davies, *Principes of Modern Company Law*, 15-10, 8th edition, 2010, Sweet & Maxwell.

c'est-à-dire l'intermédiation de la gestion confiée à des professionnels¹⁹³⁶. Ce constat a été renforcé par l'étude du Professeur Kay réalisée par le gouvernement Britannique¹⁹³⁷. Cette gestion d'actifs a elle-même évolué d'un système où il existait un fort intuitu personae entre le gestionnaire et son client à un régime plus industriel¹⁹³⁸. Cette évolution a conduit, en Grande-Bretagne, à un effondrement de l'actionnariat individuel qui ne représente maintenant que 11% des actions détenues¹⁹³⁹. Cette évolution vient bouleverser l'analyse de l'actionnariat des sociétés cotées, à tel point qu'il n'est plus évident de savoir qui détient les titres, le détenteur juridique et économique pouvant être deux personnes différentes¹⁹⁴⁰. A l'heure actuelle, il faut donc compter sur un actionnariat individuel et sur une industrie de gestion d'actifs importante. Cette dernière est elle-même extrêmement diverse étant donné qu'elle regroupe des structures totalement différentes allant de l'OPCVM aux *hedge funds*. L'évolution des stratégies de gestion des portefeuilles¹⁹⁴¹ vient renforcer la distinction entre actionnaires et bailleurs de fonds. Ces théories cherchent à répliquer au mieux l'évolution de certains indices boursiers avec l'utilisation de formules mathématiques mais sans considération aucune pour les actions composant ces mêmes indices¹⁹⁴². Les décisions d'investissement sont le résultat de calculs mathématiques. Cela entraîne une profonde diversification des portefeuilles pour limiter le risque, ce qui nuit à l'engagement des actionnaires. A cela, il faut ajouter les fonds de pension, représentant une partie significative de l'actionnariat, renforcée par les fonds souverains aux objectifs totalement différents. Les banques d'investissement et toutes les structures d'investissement pour comptes propres viennent renforcer ce paysage. Cette évolution est enfin parachevée par l'utilisation massive

¹⁹³⁶ The Kay Review of UK Equity markets and long-term decision making, Interim Report, Février 2012: "*Les acteurs importants du marché actions en Angleterre étaient autrefois les investisseurs individuels et leurs brokers, auxquels succédèrent les compagnies d'assurance et les fonds de pension. Aujourd'hui, les agents clés dans la chaîne d'investissement sont les gérants d'actifs professionnels*".

¹⁹³⁷ The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, July 2012.

¹⁹³⁸ *Ibid*, 3.1 : "*Cinquantes ans auparavant, la plupart des actions dans les sociétés anglaises étaient détenues par des investisseurs individuels, qui effectuaient leurs opérations à travers des brokers, à des taux fixés et haut de commission. Les brokers connaissaient souvent leurs clients personnellement, et étaient aussi en contact directe avec les sociétés dont les actions étaient recommandées. La plupart des activités sur les marchés seraient aujourd'hui regardées comme des délits d'initiés*".

¹⁹³⁹ *Ibid*, 3.5.

¹⁹⁴⁰ *Ibid*, 3.12.

¹⁹⁴¹ R.M Maatman, Dutch pension Funds, Fiduciary duties and Investing, Law of Business and Finance Series, Kluwer International, vol. 7, p.233.

¹⁹⁴² Japp Winter, Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership. RTDF, 2012, n°1, p.5 : "*L'attention est entièrement concentrée sur des résultats financiers sur les resultants relatives des actions et les fonds d'investissement en relation avec des benchmarks ou des indices sélectionnés, reflété dans l'alpha (le retour du portefeuille ou un fonds d'investissement sur le retour sur le marché ou un benchmark) et le beta (la sensibilité aux fluctuations sur les retours d'actions ou fonds d'investissement en comparaison avec la sensibilité du marché ou du benchmark). Les décisions d'investissement sont prises sur la base de ces types de calculs mathématiques fondés sur des données historiques*".

des mathématiques financières dont l'aboutissement est le *trading* haute fréquence. Il s'agit de l'utilisation de formules mathématiques par des automates spécialement développés à cet effet dans le but de repérer des anomalies de marché et de les exploiter. Outre les débats sur l'intérêt économique de tels mécanismes de négociation¹⁹⁴³ leur apparition montre désormais la différence qu'il peut exister entre les différents types d'actionnariat. Il coexiste, au sein du capital des sociétés cotées, des actionnaires détenant leurs titres pour des périodes longues en prêtant une attention renforcée à l'évolution de cette société alors que d'autres détiendront le titre pendant quelques secondes sans même prêter attention à la société à laquelle est rattaché le titre.

641. Cette évolution ne fait que renforcer la thèse de la distinction entre actionnaires et bailleurs de fonds. Les détenteurs de titres pour des périodes courtes et qui ne peuvent matériellement prêter une quelconque attention à la situation de la société recourent parfaitement les investisseurs qui étaient désignés dans la catégorie des bailleurs de fonds. Cette thèse est ainsi rejointe par les constatations du Professeur Kay¹⁹⁴⁴. Les auteurs de ce rapport distinguaient entre les « *investors* » et les « *traders* »¹⁹⁴⁵ rejoignant en cela la distinction proposée par le Professeur Lucas. Les acteurs de court terme représentent 72% des transactions sur le marché actions anglais alors qu'ils ne représentent qu'une faible proportion du capital des sociétés¹⁹⁴⁶. On peut donc estimer que l'évolution du secteur financier vient renforcer cette distinction. De nouveaux investisseurs, rentrant parfaitement dans la catégorie des bailleurs de fonds, apparaissent maintenant clairement au capital des sociétés. On peut même estimer que cette distinction se renforce. Les nouveaux investisseurs apparaissent dans le capital des sociétés et adoptent des stratégies actionnariales encore plus caricaturales. On voit donc qu'à l'heure actuelle, loin d'être dépassée, la distinction se renforce avec l'apparition de nouveaux investisseurs tendant à considérer les actions comme de simples titres financiers dénués de tout lien avec une activité économique.

¹⁹⁴³ Nessim Aït-Kacimi, Le trading haute fréquence sert moins à spéculer qu'à apporter de la liquidité, Les Echos, 17 octobre 2012.

¹⁹⁴⁴ *Ibid*, 5.2: "Pour le but de ce rapport la distinction la plus importante dans les types de gérants d'actifs est entre ceux dont l'intérêt primaire est sur les activités de la société – son business, sa stratégie, et ses probables gains financiers et cash flow futures – et ceux dont l'intérêt primaire porte sur le marché des actions de la société – le flux des ordres d'achat et de vente, le dynamisme dans le prix de l'action, et les relations à court-terme entre les prix des différentes actions".

¹⁹⁴⁵ *Ibid*, 5.4.

¹⁹⁴⁶ *Ibid*, 5.5: "Les fedge funds, les traders haute fréquence et les traders sont responsables pour 72% des changements de titres sur le marché (mais pour une faible proportion de détention des titres)".

642. Le renouveau de l'engagement actionnarial. L'engagement actionnarial n'est pas totalement nouveau. On peut même estimer qu'il est né avec le principe du *comply or explain*, ou plutôt lorsque les gouvernements ont décidé de recourir à ce principe pour permettre le contrôle des codes de bonnes gouvernances imposés aux dirigeants des sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé¹⁹⁴⁷. Les pouvoirs publics, en recourant à cette *soft law*, ont donné, lors des années 2000, un pouvoir aux actionnaires pour contrôler l'application de ces dispositions. Dès ce moment la distinction se renforçait entre les actionnaires participant pleinement au contrôle de l'application de ces codes et les bailleurs de fonds qui n'y prêtaient pas attention.

643. L'engagement des actionnaires a depuis toujours été renforcé, créant en cela différentes familles d'actionnaires¹⁹⁴⁸. L'évolution de l'actionnariat précédemment décrite rentre en contradiction avec la volonté d'encourager et de développer l'engagement des actionnaires dans le contrôle de la gestion de la société¹⁹⁴⁹. Cette volonté se développe au niveau européen, notamment à travers le livre vert de la Commission Européenne et les réponses qui y ont été apportées¹⁹⁵⁰. Les questions de ce débat sont nombreuses étant donné qu'il s'agit d'encourager l'implication des actionnaires, ce qui peut notamment passer par revoir les règles sur les sociétés d'assurance. Une réflexion émerge aussi sur la rémunération des gérants d'actifs. La Commission Européenne mène en tout cas clairement une réflexion dans le but de revoir les textes en vigueur pour améliorer l'engagement des actionnaires dans les sociétés cotées. Le mouvement actuel est clairement orienté vers un actionnaire encouragé par les pouvoirs publics à s'impliquer dans la gestion de la société. Ceci vient donc augmenter les différences avec les détenteurs de titres, bailleurs de fonds, et ne s'intéressant pas à la gestion de la société.

644. Cette évolution trouve probablement sa consécration dans le *Stewardship Code* émis en septembre 2010, et révisé en 2012¹⁹⁵¹, qui concerne les gestionnaires d'actifs de la

¹⁹⁴⁷ Jean-Baptiste Poulle, L'apparition du principe se conformer ou expliquer en droit français, RTDF, 2008, n°1, p.41-47.

¹⁹⁴⁸ Alain Couret, Le droit de vote des actionnaires : état des lieux, Colloque : Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes 13 octobre 2011, RTDF, 2011, n°4, p.13.

¹⁹⁴⁹ Supra n°337.

¹⁹⁵⁰ Paul L. Davies, Guido A. Ferrarini, Klaus J. Hopt, Alain Pietrancosta, Rolf. R. Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap W. Winter, Eddy Wymeersch, Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework", 22 July 2011, RTDF, 2011, n°4, p.153.

¹⁹⁵¹ Cette révision est faite dans un effort d'amélioration du contrôle des actionnaires sur les sociétés cotées. Les motivations de ces amendements ont été publiés par le Financial Reporting Council, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Feedback-Statement-UK-Stewardship-Code-September-2.aspx>. Lien consulté le 25 mars 2012.

City de Londres¹⁹⁵². Ce Code a pour but de promouvoir un contrôle accru des sociétés cotées sur la place Londonienne dans l'intérêt de l'ensemble des acteurs¹⁹⁵³. Il relève tout particulièrement que le contrôle des dirigeants par les actionnaires ne se limite pas à la seule utilisation du droit de vote. A lire ce code, on peut estimer que les actionnaires ont un devoir de surveillance qui s'exerce tout au long de l'année¹⁹⁵⁴. Ce devoir de surveillance vise l'ensemble des aspects de la vie sociale et pas uniquement la seule question de la valorisation financière de la société. Il repose sur le principe du *comply or explain*, les gestionnaires d'actifs ne respectant pas ces principes devant expliquer les raisons de ce refus à leurs clients. Ce Code demande aux investisseurs institutionnels de dévoiler leurs méthodes de contrôle des dirigeants et des stratégies adoptées par les sociétés cotées¹⁹⁵⁵. Ils doivent clairement contrôler les sociétés dans lesquelles ils investissent¹⁹⁵⁶ et s'entendre pour effectuer ce travail collectivement quand cela est nécessaire¹⁹⁵⁷. Ce Code se rattache donc au mouvement de la *soft law*, mais reste juridique. Il s'agit cependant clairement d'un instrument juridique, dont on peut débattre de la nature, mais qui vient donner une consistance juridique à ce mouvement de contrôle des dirigeants. Cette structuration juridique vient renforcer la distinction entre les actionnaires, qui participeraient à ce mouvement de contrôle des dirigeants, et les bailleurs de fonds qui ne rempliraient pas ce rôle. Il permet même d'institutionnaliser le mouvement de contrôle des dirigeants. Dès lors, ce code vient renforcer la catégorisation des actionnaires.

b. Une summa divisio présente dans les offres publiques.

645. L'arbitrage et l'activisme. La catégorisation des actionnaires entre les actionnaires proprement dits et les bailleurs de fonds dépourvus d'*affectio societatis* ne fait que se renforcer. A ce titre on peut se demander si cette distinction n'est pas présente dans les

¹⁹⁵² Ce document est disponible sur internet : <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>. Lien consulté le 25 mars 2013.

¹⁹⁵³ *Ibid* : "Le but du Stewardship est de promouvoir le succès à long-terme des sociétés d'une telle manière que le plus petit des actionnaires voit sa participation aussi prospérée. Le stewardship effectif prodite aux sociétés, aux investisseurs et à l'économie dans son ensemble".

¹⁹⁵⁴ *Ibid* : "Pour les investisseurs, le stewardship est plus que le simple vote. Les activités peuvent inclure le contrôle et l'engagement avec des sociétés sur des sujets comme la stratégie, la performance, les risques, la structure de capital, et la corporate governance, incluant la culture d'entreprise et les rémunérations. L'engagement est un dialogue déterminé avec les sociétés sur des dossiers ainsi que sur des issues qui sont des sujets de vote aux assemblées générales".

¹⁹⁵⁵ *Ibid*, Principe 1.

¹⁹⁵⁶ *Ibid*, Principe 3.

¹⁹⁵⁷ *Ibid*, Principe 5.

offres publiques. On peut estimer que les investisseurs pratiquant l'arbitrage financier ne partagent que peu l'*affectio societatis* du contrat de société. Ils peuvent difficilement démontrer une « *volonté d'œuvrer ensemble au succès d'une entreprise commune* » étant donné qu'ils ne s'intéresseront qu'à l'écart de cours et à la réussite de l'offre. Ce manque d'attachement à l'*affectio societatis* se traduit par une réunion de divers indices. On relèvera la durée de l'investissement (généralement quelques semaines), l'utilisation de mécanismes empêchant une pleine implication (comme les ventes à découvert), ou encore l'intérêt à ce que l'offre réussisse même si cela est ouvertement contraire à l'intérêt social de la société. Les investisseurs pratiquant l'arbitrage financier pourraient donc être rangés dans la catégorie des bailleurs de fonds. A l'inverse, on peut estimer que d'autres actionnaires peuvent être pleinement qualifiés d'actionnaires étant donné qu'ils ont pris en compte les termes de l'offre, mené une analyse en profondeur de la proposition qui leur était faite et pris leur décision en conséquence. La différence tient donc dans l'investissement qu'ils auront dans la société. En suivant ce recoupement, on peut estimer que les actionnaires qui pratiquent l'activisme actionnarial répondront parfaitement à la définition des actionnaires partageant pleinement l'*affectio societatis*. En s'investissant, pendant une période de temps significative, ces actionnaires agiront avec d'autres actionnaires pour supporter ou contrer les vues des dirigeants de la société. En cela ils participent pleinement au contrat de société en s'impliquant dans le contrôle de la gestion de cette dernière. Il en va plus généralement de même pour l'ensemble des actionnaires prenant une participation au capital de la société cible pendant une offre publique. On peut penser à un investisseur montant au capital pour soutenir ou s'opposer à une offre faite par un tiers.

646. Ces constatations rejoignent la catégorisation des actionnaires proposée par François-Xavier Lucas. On peut aussi, pendant les offres publiques, distinguer entre les actionnaires et les bailleurs de fonds. La distinction sera moins aisée et le critère de l'*affectio societatis* encore plus ténu. Par définition, le « *succès de l'entreprise commune* » est compliqué à percevoir en période d'offre publique étant donné que l'entreprise pourra être amenée à disparaître à l'issue de cette dernière. Il faudrait donc s'attacher à une définition plus souple de l'*affectio societatis* englobant surtout la volonté de prendre en compte l'ensemble des tenants et les aboutissants de l'offre. L'actionnaire, et non le bailleur de fonds, serait finalement celui que nous avons précédemment décrit comme étant l'investisseur qui

prend en compte l'intégralité de l'information donnée par le législateur pour se prononcer sur l'offre¹⁹⁵⁸.

647. Les stratégies actionnariales de long et court-terme. On pourrait être tenté de vouloir changer de critère pour séparer les actionnaires et les bailleurs de fonds lors des offres publiques. Le critère temporel apparaît en filigrane de l'ensemble des propositions et réflexions qui ont été faites dans ce sens¹⁹⁵⁹. Il faudrait distinguer entre les actionnaires en fonction de la date d'achat des titres. Ce critère permettrait de distinguer entre les actionnaires profiteurs et ceux qui voudraient pleinement s'investir dans le choix qui leur est proposé avec l'offre. Il s'agirait de poser une présomption sur les intentions de l'actionnaire en fonction de la date d'achat des titres. Cette dernière traduirait les intentions de ces derniers. Comme nous le relèveront, ce critère ne nous semble pas non plus pertinent dans ce cas. On ne peut juger des intentions d'un investisseur en se fondant uniquement sur la date d'achat de ses titres.

648. A l'inverse on peut utiliser le critère temporel d'une autre manière, en jugeant de la durée de l'investissement. Un investisseur souhaitant prendre une participation avec une vision de long-terme partagera un affectio societatis forcément plus fort avec les autres associés qu'un actionnaire avec un horizon d'investissement de court terme. Cependant, le bât blesse ici aussi. Cette intention ne peut se présumer lors de l'achat des titres, elle ne peut que se constater à posteriori par le comportement des investisseurs pendant la période d'offre publique. La summa divisio entre actionnaires et bailleurs de fonds existe aussi pendant les offres publiques mais rencontre les mêmes difficultés en ce qui concerne la recherche du critère adéquat qu'en période normale.

B. Le bouleversement du droit des offres publiques.

649. Le droit des offres publiques trouve son essence et son fondement dans les demandes d'égalité des actionnaires ; il trouve sa source dans ce fondement. Cette égalité entre les actionnaires est, à l'heure actuelle, vue comme la valeur cardinale des offres

¹⁹⁵⁸ Supra n°370 et suivants.

¹⁹⁵⁹ Voir infra n°714 sur ce critère. C'était ce critère qui était à l'œuvre lors des réflexions du Takeover Panel sur l'éventuelle suppression du droit de vote. C'est aussi ce critère qui est au cœur des réflexions contre les abus pendant les *squeeze out* (Entretien avec Frédéric Peltier, Avocat Associé, Viguié, Schmidt, Peltier, Juvigny, 19 février 2013 et l'article du même auteur En finir avec les profiteurs de la sortie de bourse, Les Echos, 13 mars 2013).

publiques et peut difficilement être remise en cause (1). Cette égalité doit cependant s'accommoder d'un actionnariat divers avec des stratégies totalement différentes. Sont considérés comme égaux des comportements totalement distincts et antagonistes car ils ne viennent pas créer une situation distincte quant à la propriété des titres. Cette pratique peut néanmoins conduire à des abus (2).

1. Le droit des offres publiques découle de l'égalité.

650. L'égalité des actionnaires est au cœur des offres publiques, ce principe en a même été à l'origine étant donné que les offres publiques ont pour finalité de protéger l'ensemble des actionnaires de la société (a). Ce principe imprègne le droit des offres publiques. Il explique de nombreuses décisions et aspects de ce droit et se manifeste radicalement à travers l'offre publique obligatoire (b).

a. L'égalité : fondement des offres publiques.

651. L'égalité des actionnaires. L'égalité des actionnaires est érigée en principe cardinal¹⁹⁶⁰ du droit des offres publiques. Nous avons vu¹⁹⁶¹ qu'il s'agissait d'un principe général du droit des offres publiques européen, français et anglais. La raison d'être de ce principe ne tient pas d'un principe du droit des sociétés ou du droit civil mais d'une notion financière. Il s'agit de celle de prime de contrôle¹⁹⁶². Les actionnaires majoritaires détiennent le contrôle de la société. Leur participation permet à son propriétaire de contrôler cette dernière contrairement à celle des minoritaires. La valeur de cette participation est dès lors supérieure à celle des minoritaires étant donné que ces derniers ne peuvent monnayer le contrôle de la société. Dans un marché sans contrainte aucune, avec des transactions de gré à gré, on aurait donc une forte différence entre le prix versé pour obtenir les actions représentant le bloc de contrôle et celui qui pourrait être versé. Il y a donc une certaine sorte

¹⁹⁶⁰ Frédéric Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°1018 et suivants ; Jean-Michel Darrois et Marie-Noëlle Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, 156 et suivants.

¹⁹⁶¹ Supra n°250.

¹⁹⁶² Pascal Quiry et Yann Le Fur, Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz, 2013, p.757.

de rupture d'égalité financière entre les actionnaires¹⁹⁶³. Cette situation n'est pas tolérable pour les pouvoirs publics étant donné que, tout comme les abus de marché, elle vient perturber le bon fonctionnement des marchés financiers et peut même les remettre en cause. Les marchés financiers nécessitent que les investisseurs aient confiance dans leur bon fonctionnement. Cette confiance pourrait être remise en cause de deux manières. La première serait que si le bloc de contrôle est acquis, les titres des autres actionnaires subiraient une perte de valeur conséquente. Les investisseurs pourraient, dans ce cas, difficilement avoir une confiance absolue dans la pérennité de leur investissement. Le second risque tient au piège dans lequel se situeraient ces actionnaires s'ils ne se voyaient pas ouvrir une porte de sortie en cas de dévalorisation de leur investissement consécutif à la perte de la prise de contrôle. Or, les marchés financiers ne peuvent fonctionner correctement sans les actionnaires minoritaires et ces derniers risquent de se retirer si de tels risques pèsent sur leurs investissements. Contrairement aux Etats-Unis qui estiment que les coûts financiers engendrés par de telles mesures risquent d'entraver les restructurations d'entreprises, le législateur français préfère augmenter l'attrait de l'investissement boursier pour l'ensemble des investisseurs¹⁹⁶⁴. Pour les mesures découlant de ce principe d'égalité des actionnaires en période d'offre publique, il s'agit même clairement de la mise en œuvre d'une politique économique¹⁹⁶⁵.

652. L'égalité des actionnaires dans les offres publiques découle donc de la volonté du législateur d'aménager un « accès obligatoire aux primes de contrôle »¹⁹⁶⁶ pour les actionnaires minoritaires. « Au soutien de l'idée que les minoritaires des sociétés cotées dont le contrôle est cédé doivent pouvoir profiter des conditions offertes aux majoritaires cédants, les autorités boursières invoquent la nécessité dans ces sociétés d'une application stricte du principe d'égalité »¹⁹⁶⁷. Comme le relève Alain Pietrancosta dans sa thèse, c'est bien la volonté d'assurer un traitement égal des actionnaires qui est à l'origine de l'ensemble de la réglementation sur les changements de contrôle des sociétés cotées en bourse. « C'est donc bien à l'intérieur du sacro-saint principe que l'on est invité à chercher la « justification »

¹⁹⁶³ Dominique Schmidt, Les droits des minoritaires et les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°1342 : « Le pouvoir majoritaire, du fait même de son existence, crée une situation dans laquelle ceux qui détiennent le pouvoir et ceux qui ne le détiennent pas ne sont plus à égalité. Cette situation inégale est susceptible de perturber sensiblement le mécanisme de l'offre publique qui repose sur l'égalité de traitement des investisseurs ».

¹⁹⁶⁴ Alain Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, Thèse, Paris I, 1999, n°1544.

¹⁹⁶⁵ *Ibid*, n°1545.

¹⁹⁶⁶ *Ibid*, n°1538.

¹⁹⁶⁷ *Ibid*, n°1359.

voire « l'unique objet » de ces procédures »¹⁹⁶⁸. Il s'agit là de la consécration d'une école de pensée attachée à la prise en compte de la réalité économique¹⁹⁶⁹. Cette dernière estime que les effets économiques d'une telle opération la distinguent nécessairement d'une simple cession d'actions n'emportant pas de telles conséquences. L'opération dépasse largement le cercle des seules parties au contrat de société. Le contrôle est alors analysé comme un bien, un actif de l'entreprise, que détient l'ensemble des actionnaires présents au capital de la société¹⁹⁷⁰. Nous peinons à adhérer à cette analyse du contrôle. Il est certain que cette mesure est guidée par des impératifs économiques qui sont ceux du bon fonctionnement des marchés financiers et la protection des actionnaires minoritaires pour que ces derniers gardent confiance dans ces derniers. Cependant, la prime de contrôle est un élément financier qui reste nécessairement dans les mains des actionnaires détenant les titres conférant le contrôle de la société. Il convient d'assumer pleinement que cette mesure est guidée par un impératif de protection de la confiance dans les marchés financiers et n'est pas forcément guidée par une quelconque logique juridique. Cette absence de fondement juridique a d'ailleurs été reconnue par les autorités à l'origine de ces mesures¹⁹⁷¹.

653. Les rapports avec le droit des sociétés. De prime abord, le principe d'égalité entre les actionnaires est loin d'être étranger au droit des sociétés, il se manifeste notamment pendant les augmentations de capital¹⁹⁷². Il est considéré comme « une vertu d'ordre politique encore qu'elle n'ait pas la même portée qu'en droit constitutionnel »¹⁹⁷³. Il s'agit de traiter l'ensemble des actionnaires de la société de la même façon quel que soit leur poids ou leur ancienneté au capital. On pourrait rattacher l'égalité des actionnaires en droit général des

¹⁹⁶⁸ *Ibid*, se fondant sur le rapport de la Commission des Opérations de Bourses pour 1970, p.170.

¹⁹⁶⁹ *Ibid*, n°1541. Alain Pietrancosta cite notamment J. Paillusseau et R. Contin, La cession de contrôle d'une société, JCP 1969.I.2287 ; D. Roux, La spécificité des cessions de contrôle, Rev. Soc., 1980, p.49 ; J. Paillusseau, La cession de contrôle, JCP E 1985.II.14587.

¹⁹⁷⁰ *Ibid* : « Il est dépeint comme un bien de l'entreprise, de sorte que les majoritaires ne sont plus légitimes à prétendre pouvoir en disposer librement et encaisser seul le surplus correspond à ce pouvoir acquis sur la société cédée. Les minoritaires, entre autres, doivent y être associés, d'autant qu'ils ont tout à redouter de la commission de la société aux intérêts des actionnaires ».

¹⁹⁷¹ *Ibid*, n°1545. En 1970, le secrétaire général de la COB écrivait : « Il paraît indispensable, non pour des considérations morales ou juridiques mais dans l'intérêt du marché et pour son développement, que les épargnants aient confiance dans son fonctionnement loyal et qu'à cette fin l'égalité des actionnaires soit clairement affirmée (...). Il est illusoire d'espérer attirer à la bourse une clientèle directe d'épargnants individuels si, associés pleinement aux risques de la société, ils ne le sont pas à toutes ses chances... ». Comme le relève aussi Alain Pietrancosta (*Ibid*) ceci était aussi reconnu par la Commission des Opérations de Bourse qui, dans son rapport annuel de 1973, notait p.150, que les obligations supplémentaires découlant du principe d'égalité « sont incontestablement sévères pour l'acquéreur » mais qu'elles sont « en tout cas justifiées par des considérations tenant à la protection des actionnaires et à l'intérêt du marché ».

¹⁹⁷² Philippe Merle, Droit commercial – Sociétés commerciales, Droit Privé, Précis Dalloz, n°570. Voir aussi : J. Mestre, L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé), Rev. Soc., 1989, p.399.

¹⁹⁷³ Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, Dr. sociétés, 21^{ème} édition, LexisNexis Litec, n°309.

sociétés avec celle imposée par le droit des offres publiques. Ce dernier ferait une sorte de doublon. Cette interprétation ne paraît cependant pas pertinente. Le respect de l'égalité des actionnaires s'impose aux dirigeants de la société pour les opérations qu'ils mettent en œuvre et qui pourraient nuire à cette égalité (comme les augmentations de capital). Le cadre est celui dans lequel la société prend une mesure favorisant certains actionnaires mais pas d'autres. A notre connaissance, elle n'a pas été étendue aux actes des actionnaires en général et à leurs ventes d'actions en particulier.

654. La chose semble donc être différente d'une simple extension du principe d'égalité des actionnaires. On peut même se demander si elle a un lien quelconque avec le droit des sociétés. La doctrine¹⁹⁷⁴ a relevé qu'il ne s'agit ni plus ni moins de porter atteinte à la propriété des actionnaires majoritaires, notamment, nous le verrons, en les forçant à déposer une offre publique obligatoire sur le reste des titres de la société détenus par les minoritaires. Il s'agit de leur imposer une charge financière ne représentant pas forcément un intérêt pour eux étant donné qu'ils pourraient préférer ne pas détenir la majorité des titres. Cela est renforcé par le fait que les risques encourus par les actionnaires minoritaires ne sont qu'hypothétiques lors de la cession de contrôle. Le droit des sociétés classique, hors du droit des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, n'admet pas une telle obligation, alors même que la participation des actionnaires minoritaires est nécessairement plus difficilement cessible¹⁹⁷⁵. Cette doctrine relève que pousser ce raisonnement jusqu'au bout viendrait ni plus ni moins à nier toute différence entre les actionnaires majoritaires et les minoritaires. Ainsi, cette exigence d'égalité entre les actionnaires apparaît comme étant une exception juridique, « *on observe d'ailleurs que seule une opération visant le contrôle d'une société dont les titres sont cotés sur une bourse de valeurs déclenche cette obligation de désintéresser aux mêmes conditions tous les actionnaires qui le souhaitent* »¹⁹⁷⁶.

¹⁹⁷⁴ Alain Pietrancosta, *Ibid*, n°1543.

¹⁹⁷⁵ *Ibid*.

¹⁹⁷⁶ *Ibid*, n°1544.

b. Les manifestations de ce principe.

655. Les conséquences. Ce principe, comme nous l'avons déjà démontré, a de nombreuses conséquences sur le droit des offres publiques¹⁹⁷⁷. Il en est même la pierre angulaire. C'est en vertu de ce principe qu'il n'est pas possible d'offrir un prix différent à des actionnaires qui sont dans la même situation, c'est-à-dire qui détiennent les mêmes titres. L'existence de ce principe juridique vient par exemple empêcher toute mise en place d'une offre qui discriminerait en tout ou partie selon les actionnaires. Même si ces applications jurisprudentielles sont plutôt rares¹⁹⁷⁸, ce principe cardinal vient garantir l'absence de toute discrimination pendant le processus d'offre.

656. Ce principe d'égalité des actionnaires est aussi à l'origine de nombreuses règles sur les offres publiques d'acquisition tant en droit français que dans les règles du Takeover Panel¹⁹⁷⁹. Outre la réglementation du prix dans l'offre publique obligatoire ce principe impose naturellement le traitement égalitaire de l'ensemble des actionnaires pendant l'offre, notamment au niveau du prix ou des avantages qui pourraient être consentis par l'initiateur. Ce principe est à l'origine d'une différence absolument majeure avec le droit américain qui est celui de l'interdiction des offres partielles¹⁹⁸⁰, c'est-à-dire ne visant qu'une partie du capital de la société cible et non sa totalité.

657. L'offre publique obligatoire. Les offres publiques sont diverses et peuvent même être imposées¹⁹⁸¹. La manifestation la plus visible de ce principe d'égalité reste quand même l'offre publique obligatoire que nous avons déjà eu l'occasion de décrire¹⁹⁸². Ce mécanisme oblige l'investisseur qui vient à acquérir le contrôle de fait de l'entreprise à offrir une porte de sortie à l'ensemble des autres investisseurs et à leur faire partager la prime de contrôle. L'offre publique obligatoire n'a pas été introduite d'un seul mouvement en droit boursier français, au contraire, elle est le fruit d'un long mouvement. Ce mouvement débute

¹⁹⁷⁷ Jean-Michel Darrois et Marie-Noël Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec, n°161 et suivants ; Frédéric Peltier, Les principes directeurs des offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec, n°1024.

¹⁹⁷⁸ Jean-Michel Darrois et Marie-Noël Dompé, *Ibid.*

¹⁹⁷⁹ D. Kershaw, *Company Law in Context, Text and Materials*, Oxford University Presse, 2010, p.55.

¹⁹⁸⁰ Jean-Michel Darrois et Marie-Noël Dompé, Le contentieux en matière d'offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Droit 360°, LexisNexis Litec, n°162

¹⁹⁸¹ Olivier Douvreur, Offres publiques : typologies et caractères, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°634 et suivants ; Jean-Pierre Martel et Alexis Marraud des Grottes, Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°617 et suivants.

¹⁹⁸² Supra n°426.

de manière informelle lorsque les autorités boursières, dans les années 1970, obligent certains acquéreurs de blocs de contrôle de maintenir le cours pour permettre aux minoritaires de vendre leurs titres à un prix intégrant la prime de contrôle¹⁹⁸³. Il s'agit cependant d'un édifice précaire dénué de règles formelles. En 1973, le régulateur met en place un corpus de règles pour réglementer les négociations de blocs de contrôle¹⁹⁸⁴. Il s'agissait ni plus ni moins d'une procédure impérative de maintien du cours de bourse, le régulateur se fondant explicitement sur le principe de l'égalité des actionnaires pour justifier sa mise en place¹⁹⁸⁵. Cette réforme fût critiquée par la doctrine étant donné qu'elle portait atteinte au droit des contrats et des sociétés sans fondement légal¹⁹⁸⁶. La théorie de la fragilité du fondement juridique de cette obligation se trouve couronnée en 1991 lorsque le régulateur se voit désavouer par la Cour de Paris, puis la Cour de Cassation¹⁹⁸⁷. Le législateur intervient alors pour imposer cette procédure¹⁹⁸⁸ et fait naître la procédure dite de garantie de cours. « *Le principe demeure, inchangé : l'acquisition d'une ou de plusieurs personnes déterminées, d'un bloc de contrôle engage son auteur à acheter en bourse, sur une période minimale de quinze séances de bourse, « toutes les quantités de titres qui lui seront présentées au cours ou au prix » de la cession du bloc* »¹⁹⁸⁹. Le cours doit en principe être équivalent au prix retenu pour la cession du bloc de contrôle, et ainsi comprendre la prime de contrôle. Le fait générateur de la garantie est l'obtention du contrôle de droit, c'est-à-dire la majorité des droits de vote, par l'acquéreur du bloc de contrôle.

658. L'offre publique obligatoire apparût aussi en 1989 et n'a pas cessé d'être réformée depuis¹⁹⁹⁰. « *Le dépôt d'une offre publique s'impose, sans alternative et sous la menace de sanctions, à toute personne venant à franchir certains seuils financiers ou politiques sensibles à l'intérieur de la société cible. L'objectif, compréhensible et clairement affirmé, consiste à compléter la protection offerte aux minoritaires en leur assurant un*

¹⁹⁸³ Pietrancosta, *Ibid*, n°1547.

¹⁹⁸⁴ Décision Générale de la Commission des Opérations de Bourse du 27 février 1973. Le rapport de la COB pour 1973, précise en page 151 : « *Dans les cas où la cession d'un bloc de contrôle s'opère dans des conditions que ne la soumettent pas aux dispositions du règlement général de la compagnie des agents de change, les personnes parties à cette cession doivent faire en sorte que l'égalité de traitement entre tous les actionnaires soit respectée et, en tant que de besoin, appliquer au profit des actionnaires minoritaires la procédure des offres publiques ou la procédure spéciale des négociations de blocs de contrôle* ».

¹⁹⁸⁵ Pietrancosta, *Ibid*.

¹⁹⁸⁶ Pietrancosta, *Ibid*.

¹⁹⁸⁷ *Ibid*. Cass. Com., 17 décembre 1991 : « *aucune disposition de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales n'impose à l'acquéreur du contrôle d'une société par l'une des techniques prévues par ce texte, en particulier une augmentation de capital, d'acquiescer les titres des actionnaires qui le demandent et que la décision générale de la COB en date du 27 février 1973 [...] n'y pouvait déroger* ».

¹⁹⁸⁸ Article 15 de la Loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.

¹⁹⁸⁹ Pietrancosta, *Ibid*, n°1549.

¹⁹⁹⁰ *Ibid*, n°1557 et suivants.

traitement équitable au cas où le contrôle social, de droit ou de fait, changerait de mains par suite, non plus, comme précédemment, d'une acquisition d'un bloc contrôlaire auprès d'actionnaires déterminés, mais d'un « ramassage » de titres en bourse, c'est-à-dire d'achats multiples et successifs sur le marché »¹⁹⁹¹. Nous l'avons vu, depuis les réformes récentes, aujourd'hui l'offre publique obligatoire s'applique à tous les actionnaires dépassant les 30% du capital ou des droits de vote de la société¹⁹⁹². L'investisseur se trouvant dans la position de devoir lancer une offre publique pourra aussi, comme nous l'avons précédemment démontré, bénéficier de dérogations. Ce mécanisme de l'offre publique obligatoire entraîna de nombreux débats sur la garantie de cours¹⁹⁹³, cette dernière disparaissant lors de la transposition de la directive OPA¹⁹⁹⁴. Le nouveau dispositif impose de lourdes contraintes mais fait triompher l'égalité des actionnaires¹⁹⁹⁵. La protection des actionnaires minoritaires est, à l'heure actuelle, assurée uniquement par l'offre publique obligatoire, ce mécanisme étant imposé par le législateur européen qui s'est aussi emparé du principe d'égalité¹⁹⁹⁶. Ceci étant, on peine toujours à lui trouver un fondement juridique incontestable, même si celui de la « permanence du contrat d'investissement » semble pouvoir apporter un fondement valable¹⁹⁹⁷. L'offre publique obligatoire protégerait le contrat d'investissement suite à une modification substantielle de ce dernier.

659. Cette égalité des actionnaires se traduit, à travers le mécanisme de l'offre publique obligatoire, notamment par l'obligation de lancer cette offre à un prix équitable. *« Est considéré comme le prix équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période, (...) de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre (...) »*¹⁹⁹⁸. La transposition de la directive par le législateur français oblige l'initiateur à proposer un prix qui *« doit être au*

¹⁹⁹¹ *Ibid*, n°1550.

¹⁹⁹² *Supra* n°426.

¹⁹⁹³ Pietrancosta, *Ibid*, n°1557.

¹⁹⁹⁴ *Supra* n°426 et suivants.

¹⁹⁹⁵ Pietrancosta, *Ibid*, n°1561 : *« L'objectif est donc atteint. Des règles d'une validité reconnue assurent à tous les titulaires d'actions et de valeurs donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société cotée, le droit de vendre leurs titres à la ou les personnes qui viendrait à y détenir une position dominante, envisagée comme contrôlaire. La protection financière de ces « minoritaires » en sort renforcée, au prix d'une lourde contrainte supplémentaire pour les contrôleaires. En plus d'échapper à toute clandestinité, une prise de contrôle ne peut plus, en principe, s'opérer sans que l'entier prix en soit déboursé et réparti équitablement entre les participants à la société visée »*.

¹⁹⁹⁶ Ce principe est un principe directeur des offres publiques au niveau européen. Considérant 9 et Article 5 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

¹⁹⁹⁷ Pietrancosta, *Ibid*, n°1562.

¹⁹⁹⁸ Article 5.1 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition. France Drummond, Yves Schmidt et Bruno Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°733.

*moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre, (...), sur une période de douze mois précédant le dépôt de l'offre »*¹⁹⁹⁹. La transposition paraît donc plus sévère que la directive européenne²⁰⁰⁰. Cette réglementation sur le prix, inspirée du régime du *Takeover Panel*²⁰⁰¹, traduit parfaitement le souci d'égalité des actionnaires. Cette atteinte à la liberté contractuelle sur la fixation du prix, traduit le souci de faire partager aux actionnaires minoritaires la prime de contrôle déboursée par l'investisseur. L'offre publique obligatoire et cette réglementation du prix sont la meilleure traduction du principe de l'égalité entre les investisseurs.

2. Egalité et diversité des actionnaires.

660. Ce principe d'égalité doit faire face à une évolution profonde des marchés financiers qui ne ressemblent pas forcément à ceux des années 1970. Cette évolution a notamment vu une pluralité de comportements se déployer au sein de ces marchés (a). La diversité de l'actionnariat, traduite dans la nouvelle *summa divisio* précédemment exposée, vient rentrer en pleine contradiction avec le principe de l'égalité des actionnaires lors des offres publiques. Ces constatations nous conduisent à nous interroger sur la pertinence du maintien en vigueur du principe de l'égalité des actionnaires (b).

a. L'évolution en profondeur des marchés financiers.

661. Les évolutions structurelles des marchés financiers. Les marchés financiers ont subi de très fortes évolutions depuis l'apparition du droit des marchés financiers, et la Place de Paris ne ressemble que très peu à celle alors en œuvre, notamment au milieu des années 1980. Cela amène même certains auteurs à s'interroger sur la viabilité de cette Place et

¹⁹⁹⁹ Article L.433-3-I alinéa 2 C. Mon. Fin.

²⁰⁰⁰ France Drummond, Yves Schmidt et Bruno Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°803.

²⁰⁰¹ Rule 9.5.a of the Takeover Code Consideration to be offered "*Une offre faite sous le régime de la An Rule 9 doit, dans le respect de chaque classe d'actions impliquées, être en cash ou être accompagnée par une alternative en cash qui ne soit pas inférieure au plus haut prix payé par l'initiateur ou toute personne agissant de concert avec lui ayant quelque intérêt dans les actions pendant les 12 mois précédents l'annonce de l'offre*".

donc du droit des marchés financiers français²⁰⁰². Le droit des offres publiques a lui aussi été le terrain des nombreux soubresauts liés à ces évolutions²⁰⁰³. Les auteurs distinguent quatre facteurs qui ont entraîné une profonde mutation des marchés financiers²⁰⁰⁴. La première évolution majeure a été l'explosion des liquidités sur le marché actions²⁰⁰⁵. Cela entraîne des variations plus radicales et importantes au capital des sociétés cotées. Cet accroissement de la liquidité s'est effectué en parallèle avec un décloisonnement des marchés financiers et une ouverture internationale. Le marché actions s'est ouvert aux capitaux étrangers alors qu'il était précédemment principalement français. Cette évolution est due à la fois à des causes techniques, comme l'apparition de l'informatique, et à une évolution de la réglementation favorable à des échanges croissants des capitaux. Cela s'accompagne de l'apparition de nombreux investisseurs nouveaux comme les fonds souverains et d'une facilitation des offres publiques, notamment transnationales²⁰⁰⁶. Cette apparition de nouveaux actionnaires se traduit dans la troisième évolution qui est l'apparition et le développement important des *hedge funds*. Ces fonds influent fortement sur les marchés financiers en fournissant parfois un catalyseur pour orienter la stratégie des dirigeants des sociétés. La quatrième évolution majeure relevée par les auteurs est le développement des produits dérivés qui conduisent à créer des passerelles entre les marchés actions et ceux de produits dérivés qui leur sont liés. Ces marchés permettent une diversification croissante de l'actionnariat mais ne sont pas sans poser de nombreuses questions en terme de transparence. Ces évolutions ont bien entendu eu des effets sur les offres publiques, la fragmentation de l'actionnariat en étant probablement la traduction la plus manifeste et la plus visible.

662. La question à l'heure actuelle est de savoir si nous sommes à l'aube d'une nouvelle évolution qui serait fortement marquée par les différentes crises financières de ces dernières années, que ce soit celles des *subprimes* (2008) ou celle, plus récente, des dettes souveraines (2011). Il semble peu probable que des évolutions radicales apparaissent dans les années futures, un nouveau cloisonnement des marchés financiers apparaît assez hypothétique. Il n'est cependant pas à exclure que des modifications en profondeur des comportements des investisseurs apparaissent. Elles ne sont d'ailleurs par forcément

²⁰⁰² Hubert de Vauplane, Quel avenir pour le droit des marchés financiers ?, Bull. Joly Bourse, 2012, p.663.

²⁰⁰³ Laurent Faugérolas, Vingt ans (et un peu plus !) de droit des OPA, Bull. Joly Bourse, 2012, p.538.

²⁰⁰⁴ Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, Le marché et les offres publiques, in Les offres publiques d'achat, Lexis Nexis Litec, n°1041.

²⁰⁰⁵ Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, *Ibid*, n°1042 : « les volumes d'actions échangés annuellement sur le marché parisien sont passés de 100 Mds € à environ 1800Mds€ entre 1990 et 2008, soit une progression nettement supérieure à l'accroissement en valeur des marchés sur la même période ».

²⁰⁰⁶ The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, Final Report, Juillet 2012, n°1.18.

perceptibles immédiatement. On peut supposer que le développement du mouvement dit de *stewardship* serait la première manifestation de ce mouvement.

663. Cette évolution des marchés financiers se traduit aussi par l'accroissement de la diversité des marchés. On peut même se demander si l'on n'assiste pas à la création de sous-marchés aux comportements spécifiques pour chaque acteur. « *La rationalité économique prêtée au marché revêt en réalité des formes multiples et les décisions d'investissement individuelles s'inscrivent toujours dans un jeu de contraintes et d'incitations qui est propre à chaque investisseur, qu'il soit fonds d'arbitrage ou actionnaire particulier, société de gestion indépendante ou division d'asset management d'une grande institution financière, holding d'investissement familial ou fonds indiciel* »²⁰⁰⁷. Au sein de la structure des marchés réglementés, il y aurait ainsi la création de marchés spécifiques propres à chaque type d'investisseurs. Ce constat rejoint celui d'une augmentation de la diversité de l'actionariat et d'une plus grande ouverture à l'international des marchés de capitaux. Cette évolution est d'importance car elle tend à démontrer qu'une approche globale du marché actions serait économiquement erronée. Une approche plus réaliste serait de prendre en considération chaque comportement au sein du marché actions, comportement étant capable de créer un sous-marché à lui-même. Une telle évolution, nous le verrons, vient mettre à mal toute approche unique de la notion d'actionnaire. Ce dernier devrait dès lors être apprécié, et régulé, dans la diversité de ses comportements et non sur un modèle reposant sur un actionnaire qui aurait une unicité de comportement. L'actionnaire n'est pas unique et toutes les stratégies actionnariales ne sont pas semblables.

664. Les évolutions dans les comportements. L'évolution des marchés financiers ne s'est pas faite uniquement dans la structure du marché mais aussi dans les comportements. En cela, le constat dressé par le *Kay Review* outre-manche est extrêmement intéressant²⁰⁰⁸. Ce bouleversement de la structure des marchés financiers s'accompagne notamment d'une diminution de la responsabilité des sociétés vis-à-vis des actionnaires²⁰⁰⁹, étant aussi donné que ces derniers sont moins familiers des sociétés dans lesquelles ils investissent²⁰¹⁰. Comme nous l'avons déjà relevé, l'une des évolutions la plus remarquable tient à la structure de

²⁰⁰⁷ Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, *Ibid*, n°1038.

²⁰⁰⁸ The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, Final Report, Juillet 2012. Ce rapport est disponible au lien suivant : https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31685/12-631-kay-review-of-equity-markets-interim-report.pdf (consulté le 29 mars 2012).

²⁰⁰⁹ Kay review, 1.28.

²⁰¹⁰ Kay review, 2.2.

l'actionnariat, et notamment au développement de la gestion d'actifs²⁰¹¹. Cette évolution ayant pour conséquence directe un changement majeur : le détenteur juridique et économique de l'action n'est plus forcément la même personne. Une plus grande implication des actionnaires dans le contrôle de la politique mise en place par la société apparaît clairement souhaitable²⁰¹². Une évolution majeure des marchés financiers a ainsi été la multiplication des informations qui pousse à une vision d'investissement à court-terme. Les auteurs du rapport proposent donc la suppression des publications de résultats trimestrielles²⁰¹³. Enfin, ils relèvent que les rémunérations des acteurs devraient plus prendre en compte les conséquences à long terme de leurs actions, notamment pour les gérants d'actifs²⁰¹⁴. L'ensemble de ces constats et de ces propositions de réforme traduisent une profonde modification des marchés financiers au cours des dernières décennies. Les forces à l'œuvre ont permis un fort développement de ces marchés mais ont aussi neutralisé certains effets positifs précédemment présents qu'il s'agit maintenant de réintroduire.

665. Le point principal relevé par ce rapport est le déclin de la confiance entre les différents acteurs des marchés financiers²⁰¹⁵. Les investisseurs n'ont plus une confiance absolue dans les gérants de leurs actifs ce qui vient imposer de nouveaux contrôles sur ces derniers. Cette érosion de la confiance entre les différents acteurs trouve son origine dans l'intermédiation des transactions et le déclin des relations *intuitu personae* entre les investisseurs et les sociétés²⁰¹⁶. Il devient donc fondamental que l'ensemble des parties, dirigeants et gérants d'actifs notamment, suivent des bonnes pratiques en matière de gouvernement d'entreprise afin de rétablir cette confiance.

666. Ces développements démontrent avec force que les marchés financiers ont radicalement changé en quelques décennies. Au-delà des discours sur la place de la finance, force est de constater que cette industrie a effectué une mutation très importante. Dès lors, les règles d'interprétation en vigueur dans les années 1980 apparaissent profondément dépassées à l'heure actuelle. Nous avons vu à travers la notion d'égalité que le droit boursier ne découle pas toujours du développement de principes juridiques mais plutôt d'une nécessité d'ordre public de réguler une évolution économique. Une telle évolution de la finance doit donc

²⁰¹¹ Kay review, 3.1.

²⁰¹² Kay review, 7.1 et suivants.

²⁰¹³ Kay review, 7.16.

²⁰¹⁴ Kay review, 11.1 et suivants.

²⁰¹⁵ Kay review, 3.9.

²⁰¹⁶ Kay review, 6.1.

nécessairement conduire à une interrogation sur l'état de la réglementation et la pertinence de certaines de ses règles par rapport aux objectifs poursuivis.

b. La remise en cause de l'égalité des actionnaires ?

667. Une protection trop générale. « *En pratique, la diversité des intérêts en présence et leur caractère fluctuant donnent à chaque situation une dynamique propre* »²⁰¹⁷. Ces auteurs synthétisent parfaitement le mouvement de dispersion de l'actionnariat à l'œuvre dans les offres publiques et ses conséquences. Il existe bel et bien une réelle diversité dans l'actionnariat qui était moins présente dans les années 1980. A cette époque l'actionnariat était principalement composé d'actionnaires individuels, ce mouvement s'amplifiant avec les vagues de privatisations dans les années 1990. Si la gestion d'actifs existait déjà elle n'avait pas l'importance qu'elle a actuellement et l'actionnariat particulier était beaucoup plus présent et développé. Il était en cela aidé par le législateur. Les mutations précédemment décrites ont entraîné de profonds changements. Cette profonde mutation de l'actionnariat se traduit dans la nouvelle *summa divisio* proposée par le Professeur François-Xavier Lucas et dont nous avons vu qu'elle était applicable aux offres publiques. L'actionnariat est multiple et avec des comportements extrêmement différents. Le spectre actionnarial va de l'actionnariat salarié (fortement attaché à l'entreprise), au fonds de pension (ayant une vision à long-terme de son investissement) aux actionnaires pratiquant l'arbitrage financier.

668. Une question est dès lors de savoir si le principe de l'égalité des actionnaires doit s'étendre à l'ensemble des investisseurs présents au capital de la société. Autrement dit, l'ensemble des actionnaires sont-ils légitimes à bénéficier du même degré de protection par le droit des offres publiques ? A l'heure actuelle la réponse apparaît comme étant positive étant donné que l'actionnaire est défini comme étant celui qui détient les titres. La question est donc de se demander si ce critère doit seul permettre de bénéficier de la protection offerte par le principe d'égalité. La diversité des pratiques actionnariales, de l'investissement des actionnaires dans le contrôle des dirigeants et dans l'appréciation des mérites de l'offre pourrait conduire à autoriser des traitements différents en fonction des stratégies actionnariales déployées. S'il apparaissait pertinent d'offrir une protection égalitaire pour les actionnaires minoritaires à l'époque où ces derniers étaient principalement des petits

²⁰¹⁷ Shariar Tadjbakhsh et Pierre Hudry, *Ibid*, n°1039.

épargnants, la question est de savoir si ce principe fait toujours sens avec des investisseurs qui ne prêtent que peu d'attention à la société dans laquelle ils investissent.

669. Un abus dans cette protection. Si on pousse le questionnement plus loin on peut se demander si certains actionnaires ne profitent pas abusivement de la protection offerte par le principe d'égalité des actionnaires pendant les offres publiques. Cette égalité ne demande que la simple détention des titres comme critère d'application dès lors l'intégralité des actionnaires en profitent. L'ensemble des actionnaires n'apportera pas la même attention à l'offre qui leur est faite ; certains, nous l'avons vu, ne s'intéresseront à l'offre que pour réaliser une plus-value. Ces actionnaires seront des investisseurs professionnels qui auront toujours une certaine confiance dans les marchés actions, contrairement aux petits investisseurs qui pourraient perdre confiance en l'absence de totale égalité avec les majoritaires. Ce principe vise aussi à faire partager la prime de contrôle à l'intégralité des actionnaires présents au capital. Cependant, ces actionnaires ne seront généralement présents au capital que depuis peu. Il apparaît donc peu pertinent qu'ils jouissent d'un principe en partie destiné à étendre la prime de contrôle aux actionnaires présents depuis plusieurs mois au capital et qui ont subi le risque économique attaché à leur participation. Ces actionnaires, notamment ceux pratiquant l'arbitrage, ne semblent pas être ceux pour qui le principe d'égalité des actionnaires a été introduit en droit français, mais ce sont ceux qui en profiteront le plus étant donné qu'il leur permettra de mener à bien leurs stratégies d'arbitrage. Il y a donc une certaine forme d'usage abusif de ce principe par des actionnaires qui en profitent sans qu'il leur soit réellement destiné.

670. Il faudrait dégager un critère permettant de clairement identifier les actionnaires qui abuseraient de cette protection si on veut corriger la chose. Or, c'est principalement à ce niveau que le bât blesse. Nous avons précédemment démontré que le critère temporel ne paraît pas pertinent. Il apparaîtrait aussi possible de se fonder sur la nouvelle summa divisio entre actionnaires et bailleurs de fonds, cependant ici aussi aucun critère juridique a priori permet d'exclure les bailleurs de fonds du débat. Il faudrait sonder les cœurs des actionnaires a priori.

671. La question n'est donc pas forcément de se demander si les actionnaires doivent être exclus à certains moments de certaines décisions touchant à la vie sociale. La question de