



N° 2727

ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

DOUZIÈME LÉGISLATURE

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 7 décembre 2005.

AVIS

PRÉSENTÉ

AU NOM DE LA COMMISSION DES LOIS CONSTITUTIONNELLES, DE LA LÉGISLATION ET DE L'ADMINISTRATION GÉNÉRALE DE LA RÉPUBLIQUE SUR LES ARTICLES 4, 6, 9 À 19 ET 22 DU PROJET DE LOI, ADOPTÉ PAR LE SÉNAT (n° 2612), *relatif aux offres publiques d'acquisition* ,

PAR M. XAVIER DE ROUX,

Député.

Voir les numéros :

Sénat : **508** (2004-2005), **20, 24** et T.A. **22** (2005-2006).

SOMMAIRE

	Pages
INTRODUCTION	5
I. — LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION : UN OUTIL DE REGULATION FINANCIERE INDISPENSABLE	7
II. — LA TRANSPOSITION DE LA DIRECTIVE DU 21 AVRIL 2004	9
A. DE SIMPLES AMENAGEMENTS EN CE QUI CONCERNE LES DISPOSITIONS OBLIGATOIRES DE LA DIRECTIVE.....	9
B. LE CHOIX DES OPTIONS OUVERTES AUX ÉTATS MEMBRES	10
1. Les trois options ouvertes par la directive	10
2. Les choix retenus, sur la base des souhaits de la place.....	10
a) <i>Les contraintes qui s'imposaient pour la transposition</i>	10
b) <i>Des choix qui rejoignent les orientations de la commission des Lois</i>	13
c) <i>La nécessité d'un enrichissement du contenu de la clause de réciprocité</i>	14
EXAMEN DES ARTICLES	17
Article 4 (art. L. 233-10 du code de commerce) : Notion d'action de concert en cas d'offre publique d'acquisition.....	17
Article 6 (art. L. 225-100-3 du code de commerce) : Information des actionnaires sur les caractéristiques de la société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique d'acquisition	18
Article 9 : Création d'une section V dans le chapitre III du titre III du livre II du code de commerce.....	20
Articles 10 et 11 (art. L. 233-32 et L. 233-33 du code de commerce) : Approbation ou confirmation par l'assemblée générale des mesures susceptibles de faire échouer l'offre publique, sous réserve de réciprocité.....	20
Articles 12 et 13 (art. L. 233-34 et L. 233-35 du code de commerce) : Inopposabilité obligatoire à l'auteur de l'offre des clauses statutaires et seulement facultative des clauses conventionnelles restreignant le transfert d'actions de la société	27
Articles 14 et 15 (art. L. 233-36 et L. 233-37 du code de commerce) : Suspension volontaire des effets des conventions et des dispositions statutaires prévoyant des restrictions à l'exercice de droits de vote dans les assemblées réunies pour adopter des mesures de défense.....	27

Article 16 (art. L. 225-125 du code de commerce) : Suspension obligatoire des limitations statutaires au nombre de voix dont dispose chaque actionnaire dans la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre	28
Article 17 (art. L. 233-38 du code de commerce) : Suspension volontaire des restrictions statutaires et conventionnelles à l'exercice des droits de vote lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre	31
Article 18 (art. L. 233-39 du code de commerce) : Suspension volontaire des droits extraordinaires de nomination ou de révocation des organes de direction lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre.....	32
Article 19 (art. L. 233-40 du code de commerce) : Information de l'Autorité des marchés financiers et clause de réciprocité sur l'application par la société des articles L. 233-35 à L. 233-39 du code de commerce	33
Article 22 nouveau (art. L. 235-2-1 du code de commerce) : Possibilité de ne pas prononcer la nullité d'une décision prise par une assemblée générale recourant au vote par télécommunications en cas d'incident mineur	37
AMENDEMENTS ADOPTES PAR LA COMMISSION	41
ANNEXE	42
PERSONNES ET ORGANISMES AUDITIONNÉS	43

MESDAMES, MESSIEURS,

Adoptée après presque quinze ans de discussions, la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d'acquisition a créé un cadre commun pour le déroulement de ces offres en Europe.

Le projet de loi sur les offres publiques d'acquisition (OPA) a pour objet de transposer cette directive européenne. Déposé le 21 septembre 2005, il a été renvoyé au fond, au Sénat comme aujourd'hui à l'Assemblée nationale, à la commission des Finances, qui, au Sénat, a désigné comme rapporteur M. Philippe Marini. La commission des Lois du Sénat s'est saisie pour avis des seuls articles modifiant le code de commerce – soit 13 articles sur 21 – avec comme rapporteur M. François-Noël Buffet.

Le projet de loi a été adopté en première lecture au Sénat le 20 octobre 2005, son examen à l'Assemblée nationale étant prévu avant la fin de l'année 2005. La navette parlementaire devrait permettre d'opérer la transposition de la directive dans le délai prévu par son article 21, soit le 20 mai 2006. La mise en œuvre de la loi dès l'année 2006 suppose toutefois une entrée en vigueur plus rapide, pour permettre aux sociétés de décider des choix des mesures facultatives qui leur seront ouvertes dès leurs prochaines assemblées annuelles, qui se tiennent généralement au premier trimestre.

Parmi les 26 articles du projet de loi tel qu'adopté en première lecture par le Sénat, la commission des Lois de l'Assemblée nationale s'est saisie des 14 articles (4, 6, 9 à 19, 22 nouveau) modifiant des dispositions du code de commerce relatives au droit des sociétés, pris dans son acception la plus traditionnelle, c'est-à-dire celles relatives aux droits et obligations des organes statutaires des sociétés commerciales.

Elle ne s'est en revanche pas saisie des articles :

— modifiant le droit des marchés financiers régi par le code monétaire et financier (articles 1 à 3 et 5). L'article 5 présente la particularité de réviser, à la marge, la procédure du retrait obligatoire pour les actionnaires devenus très minoritaires à l'issue d'une offre fructueuse, cette procédure ayant l'avantage considérable de permettre à ces actionnaires de se défaire de leurs actions à une valeur équitable. Son rapporteur ayant renoncé à abaisser de 95 à 90 % le seuil à partir duquel le retrait devient obligatoire, le Sénat en est resté, sur ce point, à l'orientation du projet de loi, consistant à conserver le seuil actuel de 95 % ;

— relatifs aux obligations incombant aux entreprises en matière d'information des salariés et modifiant le code du travail (articles 7 et 8) ;

— régissant les dispositions transitoires ou d'entrée en vigueur, prévue le 20 mai 2006 (article 21), ou de coordination avec l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières (article 20) ;

— modifiant, par amendements du rapporteur de la commission des Finances du Sénat, divers textes de nature financière. Ainsi, l'article 23 nouveau modifie-t-il la loi du 6 avril 1998 portant réforme de la réglementation comptable et adaptation du régime de la publicité foncière pour y introduire des dispositions spécifiques aux assurances et aux mutuelles. L'article 24 nouveau prévoit la ratification de l'ordonnance du 6 juin 2005 relative à la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, sous réserve de quelques ajustements techniques. L'article 25 propose de ratifier l'ordonnance du 6 mai 2005 modifiant la partie législative du code monétaire et financier, sous réserve de divers ajouts, dont une partie substantielle relative au Crédit mutuel agricole et rural. Enfin, l'article 26 modifie l'ordonnance du 14 décembre 2000 relative à la partie législative du code monétaire et financier, pour prévoir des changements de référence rendus nécessaires par l'abrogation de textes intervenue ultérieurement. L'ensemble tend d'ailleurs à conférer au texte soumis à l'Assemblée nationale une forme de projet portant diverses dispositions d'ordre financier.

*

* *

I. — LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION : UN OUTIL DE REGULATION FINANCIERE INDISPENSABLE

Les offres publiques d'acquisition constituent un élément particulièrement symbolique des mécanismes économiques et financiers contemporains. Elles sont parfois considérées comme emblématiques d'un libéralisme sauvage, et en apparence contradiction avec le « patriotisme économique » auquel le Premier ministre a pu faire récemment un appel solennel.

Cependant dans une économie libérale les offres publiques constituent un élément essentiel de régulation du système capitaliste, pour au moins deux raisons complémentaires :

— d'une part, les offres portent généralement sur des entreprises qui se caractérisent par une disproportion entre leur valeur de marché et leur potentiel, laquelle ne peut perdurer indéfiniment sans attirer les appétits de concurrents ou d'investisseurs.

On peut d'ailleurs remarquer que la France, en termes d'offres publiques internationales, en lance autant sinon plus vers des firmes étrangères qu'elle n'en reçoit de firmes étrangères en direction d'entreprises françaises. En outre le phénomène des offres publiques ne doit pas être quantitativement surestimé, puisque leur nombre en France tend à diminuer, sur la période récente, pour s'établir à environ 75 par an et que la grande majorité est constituée d'offres publiques de retrait de la cote ;

NOMBRE D'OFFRES PUBLIQUES LANCEES

Offres	2002	2003	2004
Offres : procédures normales	14	13	5
Offres : procédures simplifiées	22	16	17
Offres publiques de retrait	1	1	4
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	43	36	35
Offres publiques de rachat	5	8	5
Garanties de cours	10	2	6
TOTAL	95	76	72

Source : rapport 2004 de l'AMF

— d'autre part, le régime procédural des offres publiques permet d'encadrer ces opérations financières, en prise directe sur la vie économique plus équitablement et en imposant la transparence nécessaire.

Il importe en effet de préserver simultanément de nombreuses contraintes divergentes : intérêts des actionnaires minoritaires par rapport aux majoritaires, intérêts des actionnaires par rapport aux dirigeants, respect de l'égalité des

actionnaires comme des initiateurs des offres entre eux, transparence des marchés, information des salariés, etc.

La définition du régime des offres publiques pose en tout premier lieu la question complexe de la détermination de ce qu'est l'intérêt de l'entreprise cible :

— il est parfois considéré que les dirigeants de celle-ci ont un intérêt personnel au maintien de leur mandat, intérêt qui ne rencontre pas toujours celui des actionnaires. Cette approche, sans doute réelle dans certains cas, ne peut cependant pas être considérée comme une généralité absolue ;

— au-delà du principe suivant lequel l'entreprise appartient à ses actionnaires et à eux seuls, l'intérêt de ces actionnaires peut être multiple, voire divergent. Lorsqu'un actionnaire purement financier se refuse à prendre un siège au conseil d'administration malgré une participation très substantielle au capital, il y a tout lieu de penser qu'il sera plus intéressé par la plus-value potentielle que l'offre publique pourra générer à son profit, que mû par une *affectio societatis a priori* faible. Or, aujourd'hui, la part des investisseurs institutionnels non résidents dans le capital des entreprises du CAC 40 dépasse 40 % et leurs voix dans les assemblées générales peuvent donc être prépondérantes. Selon les informations recueillies par votre rapporteur, au 31 décembre 2003, la capitalisation boursière des entreprises du CAC 40 était détenue à 43,9 % par les non-résidents. Cette part, qui était de 33,4 % à fin 1997, a continuellement progressé depuis ⁽¹⁾. En termes de répartition géographique, sur ces 49,3 %, la zone euro détient 17,6 % du capital des entreprises du CAC 40, les États-Unis 13,1 % et le Royaume-Uni 6,5 %. Si l'on prend en compte l'ensemble de la capitalisation boursière française, à la fin 2003, les non-résidents détenaient 46 % des actions françaises cotées au porteur et 12 % des actions françaises cotées au nominatif pur ;

— les salariés de l'entreprise cible, comme de l'entreprise auteur de l'offre, pressentent bien souvent que l'acquisition reflète une volonté stratégique qui conduira, fréquemment, à des rationalisations des structures et à des économies de frais fixes, c'est-à-dire, de leur point de vue, à des licenciements. Leur perception peut cependant différer si l'actionnariat salarié est très développé dans l'entreprise, les rendant plus sensibles à la valorisation des titres ou à la pérennisation de l'entreprise et de ses emplois. Des exemples récents ont pu montrer que la direction de l'entreprise cible pouvait très utilement s'appuyer sur l'actionnariat salarié pour défendre l'entreprise contre une offre inamicale.

Quoi qu'il en soit, l'harmonisation de ces règles au niveau d'un grand marché comme celui constitué par les membres de l'Union européenne s'imposait manifestement pour que les armes des uns et des autres soient égales, et connues.

(1) Notamment en raison du redressement des cours boursiers mondiaux et français à partir du printemps 2003, qui a favorisé un repositionnement des investisseurs sur les actions. Après avoir été vendeurs nets d'actions du CAC 40 pour 11 milliards en 2002, les non-résidents s'en sont à nouveau portés acquéreurs nets pour 4,7 milliards, en 2003.

II. — LA TRANSPOSITION DE LA DIRECTIVE DU 21 AVRIL 2004

La directive, comme le projet de loi qui a uniquement pour objet de la transposer, ne constitue cependant pas une révolution pour le droit français, déjà très outillé en la matière.

En conséquence, le projet de loi ne comprend qu'un petit nombre de dispositions obligatoires de la directive (A). Il détermine en revanche les choix importants qui incombent à la France en ce qui concerne ses dispositions optionnelles (B).

A. DE SIMPLES AMENAGEMENTS EN CE QUI CONCERNE LES DISPOSITIONS OBLIGATOIRES DE LA DIRECTIVE

La France, qui a adopté dès 1966 un régime complet pour encadrer les prises de contrôle des sociétés cotées et l'a régulièrement amélioré depuis lors, n'a que relativement peu de dispositions nouvelles à prendre pour se conformer aux dispositions obligatoires de la directive du 21 avril 2004.

En ce qui concerne le code de commerce, les seules modifications nécessaires, d'ordre technique, ont trait à la définition de l'action de concert (article 4 du projet de loi), et à l'information qui doit être donnée aux actionnaires (article 6 du projet de loi).

Le code monétaire et financier doit pour sa part être légèrement retouché pour :

— ajuster le champ de compétences de l'Autorité des marchés financiers (AMF) en matière de règles de recevabilité et de déroulement des offres publiques d'acquisition (article 1^{er}) ;

— définir le prix équitable en cas d'offre obligatoire, autoriser l'AMF à fixer les cas de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique, et élargir son champ de compétence en matière de contrôle des entreprises relatif au dépôt des offres (article 2) ;

— aménager le régime du retrait obligatoire (article 5).

Le code du travail doit également être ponctuellement modifié pour prévoir l'information, sur les conséquences d'une offre publique, des salariés non seulement de l'entreprise cible, mais également de l'entreprise qui initie l'offre (article 7), dans la mesure où de l'achat de l'une par l'autre s'ensuit souvent la réorganisation des deux en une nouvelle structure.

B. LE CHOIX DES OPTIONS OUVERTES AUX ÉTATS MEMBRES

Au-delà de ces modifications marginales par rapport au droit en vigueur en France, la transposition de la directive exige un choix de notre droit sur trois points importants.

1. Les trois options ouvertes par la directive

En raison des difficultés auxquelles a été confrontée la négociation des propositions successives de directive, un certain nombre d'États ne souhaitant pas aboutir à une forme de « désarmement » de leurs entreprises, le texte finalement adopté ne réalise qu'une harmonisation partielle.

Il laisse en particulier au libre choix des États membres trois importantes dispositions dont l'application n'est que facultative :

— l'article 9 définit des normes européennes de gouvernance d'entreprise en période d'offre publique ; il prévoit qu'en période d'offre, toute mesure de défense de la société cible doit être approuvée par ses actionnaires ;

— l'article 11 prévoit que les dispositions qui restreignent le transfert des actions ou l'exercice des droits de vote de la société objet de l'offre sont suspendues en période d'offre ;

— en complément, l'article 12 de la directive instaure un principe de réciprocité permettant à une société de suspendre l'application des articles précités lorsqu'elle devient la cible d'une société qui ne les applique pas.

2. Les choix retenus, sur la base des souhaits de la place

a) Les contraintes qui s'imposaient pour la transposition

Sur ces différents points, la transposition de la directive du 21 avril 2004 devait concilier plusieurs obligations essentielles pour le dynamisme de notre économie et de nos entreprises :

— la dimension internationale des entreprises françaises, qui ne doivent pas être pénalisées par une rigueur excessive du droit français lorsqu'elles engagent elles-mêmes à l'étranger des offres d'achat ;

— l'attractivité de la place financière de Paris pour l'ensemble des acteurs, offreurs, intermédiaires, et objets des offres ;

— enfin, la capacité pour les entreprises de disposer de mesures de défense équitables face à des offres jugées inamicales, voire délétères. En particulier, s'imposait l'exigence de ne pas restreindre les mesures limitant les défenses des sociétés cibles d'une offre au cas où l'auteur est lui-même une

société cotée, mais de le prévoir pour toutes les « entités » initiatrices d'une offre, seules ou de concert, qu'elles soient cotées ou non.

À la suite des consultations auxquelles il a été procédé au sein du groupe de travail présidé par M. Jean-François Lepetit, ancien président du Conseil des marchés financiers missionné à cet effet par le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie de l'époque, et conformément aux orientations de la communication présentée au Conseil des ministres du 13 septembre dernier, le Gouvernement a souhaité que le principe de la démocratie actionnariale s'applique pleinement.

C'est pourquoi, comme d'ailleurs une majorité d'États membres (*cf.* tableau en annexe), il a retenu l'application obligatoire de l'article 9 de la directive (article 10 du projet de loi), sous condition de réciprocité. La condition de réciprocité sera, en l'occurrence, appréciée au regard de l'existence de mesures identiques, pour la société européenne initiatrice de l'offre publique, ou de mesures « équivalentes » pour les sociétés émanant d'un État tiers à l'Union européenne, en ce qui concerne l'obligation des mesures anti-OPA par les assemblées d'actionnaires (article 11 du projet de loi).

Recommandations du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques, animé par M. Jean-François Lepetit – 27 juin 2005

L'article 9 définit un régime européen de gouvernance d'entreprise en période d'offre publique. Le droit français produit aujourd'hui des effets très proches de ce standard tandis que son adoption conforterait l'image d'ouverture de la France auprès des investisseurs étrangers. Le groupe de travail estime par conséquent qu'il est dans l'intérêt de la France, mais sous la stricte réserve d'une égalité des conditions de jeu entre pays, d'adopter le régime européen et recommande la transposition de l'article 9.

En supprimant toute capacité autonome des organes d'administration ou de direction pour prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre publique, il existe un risque que l'article 9 conduise à désavantager les sociétés qui auront adopté le régime européen au profit de celles disposant d'une plus grande marge de manœuvre.

La directive reconnaît pleinement ce risque et ouvre la possibilité aux États européens d'introduire dans leur droit national une clause dite de réciprocité qui permet aux sociétés appliquant le régime européen de retrouver des marges de manœuvre pour prendre des mesures de défense lorsqu'elles font l'objet d'une offre initiée par une société qui ne l'applique pas.

Le groupe de travail juge indispensable que soit instaurée une parfaite égalité des conditions de jeu entre acteurs de pays différents et recommande à cet effet l'introduction en France de la clause de réciprocité. »

Votre rapporteur observera que certains acteurs⁽¹⁾ et commentateurs⁽²⁾, procédant à l'exégèse des travaux préparatoires de la directive, ont pu s'interroger sur le choix consistant à permettre l'invocation de la clause de réciprocité par toutes les entreprises dès lors que l'article 9 de la directive serait rendu obligatoire. Il s'associe toutefois aux observations des mêmes, relevant combien il serait paradoxal qu'une telle lecture aboutisse à permettre une meilleure protection des entreprises des États qui n'auraient pas transposé l'article 9, que de celles des États qui, à l'instar de la France, auraient décidé de le faire.

*

En revanche, suivant à nouveau les conclusions du groupe de travail précité, le Gouvernement n'a pas souhaité introduire en droit français l'application obligatoire de l'article 11 de la directive, prévoyant la suspension de certaines mesures restrictives des droits de vote en période d'offre ou juste après sa conclusion.

Néanmoins, compte tenu du fait qu'il importe de permettre aux entreprises, au cas par cas, d'appliquer cet article si elles l'estiment utile, le projet de loi (articles 12 à 18) prévoit que les entreprises peuvent décider *a priori*, dans leurs statuts, de suspendre ces mesures restrictives des droits de vote ou qui modifient artificiellement l'équilibre des votes en assemblée.

Recommandations du groupe de travail sur la transposition de la directive concernant les offres publiques, animé par M. Jean-François Lepetit – 27 juin 2005

« Le groupe de travail recommande de ne pas transposer l'article 11 en droit français. En effet, s'il importe de promouvoir des structures de capital ouvertes, le moyen proposé par l'article 11 (suspension des effets de certains contrats en période d'offre) apparaît disproportionné au regard de l'objectif poursuivi. En particulier, la transposition de l'article 11 constituerait en réalité une entrave importante à la liberté contractuelle et pourrait priver investisseurs et entrepreneurs de solutions de financement et de contrôle flexibles. Par ailleurs, le droit français, qui allie flexibilité et transparence des pactes d'actionnaires constitue un équilibre préférable : la flexibilité facilite un fonctionnement efficace de l'économie tandis que la transparence permet aux investisseurs de faire pression pour promouvoir, le cas échéant, les principes posés par l'article 11.

Nous recommandons toutefois la transposition de l'une des dispositions de l'article 11 qui prévoit que les clauses de plafonnement des droits de vote sont suspendues à l'occasion de la première assemblée générale qui suit une offre réussie. Cette disposition relève de la logique : une fois une offre publique réussie, un initiateur doit pouvoir disposer du contrôle effectif de la société cible.

(1) Position de l'ANSA (Association nationale des sociétés par actions) du 6 avril 2005 : L'ANSA a considéré que, « selon une lecture stricte du texte de la directive, une telle obligation d'appliquer l'article 9 exclut la faculté de recourir à la clause de réciprocité. L'exemption ne peut être octroyée qu'à la société cible qui applique volontairement l'article 9 ».

(2) « Transposition de la directive OPA : des incertitudes entourant le recours à la « clause de réciprocité » » par Alain Pietracosta et Anne Maréchal, Lexbase hebdo n°189, 10 novembre 2005,

b) Des choix qui rejoignent les orientations de la commission des Lois

Ces orientations s'inscrivent pleinement dans les perspectives retenues par la mission d'information sur le droit des sociétés, constituée au sein de la commission des Lois au début de la législature, dès le 16 octobre 2002. Cette mission d'information s'est conclue par un premier rapport d'information (n° 1270) déposé le 2 décembre 2003 par le président de la commission des Lois, M. Pascal Clément, et par une proposition de loi (n° 1407) du même auteur, sur la gouvernance des sociétés commerciales.

Outre la responsabilisation et la dynamisation des conseils d'administration et de surveillance, ainsi que l'information sur les rémunérations, la mission d'information avait souhaité recommander des mesures réhabilitant l'actionnaire, à la fois en valorisant son rôle en lui conférant de nouveaux pouvoirs, et en faisant en sorte, en contrepartie, qu'il remplisse mieux ses devoirs.

Cette orientation a également trouvé une traduction concrète, dans le sens de la proposition de loi précitée, dans le cadre de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, qui a :

— établi une obligation de transparence de l'information donnée aux actionnaires en matière de rémunération exceptionnelle des dirigeants (article L. 225-102-1 du code de commerce) ;

— soumis les rémunérations exceptionnelles des dirigeants à la procédure des conventions réglementées, avec une approbation par l'assemblée générale des actionnaires, du moins pour les conventions signées à compter du 1^{er} mai 2005 (nouveaux articles L. 225-42-1, L. 225-90-1, L. 225-22-1 et L. 225-79-1 du code de commerce) ;

— institué la certification par le commissaire aux comptes de la sincérité des informations relatives à ces rémunérations individuelles, dans toutes leurs composantes, dans le cadre du rapport annuel de gestion présenté à l'assemblée générale (nouvelle rédaction de l'article L. 225-235 du code de commerce).

Le choix du présent projet de loi de soumettre la mise en œuvre de dispositifs anti-OPA à la décision des actionnaires privilégie l'intérêt et la volonté de ces derniers en période d'offre publique d'acquisition portant sur les titres dont ils sont propriétaires. Ce choix s'impose par principe, même si l'on peut considérer que certains actionnaires de la dernière heure, qui acquièrent des titres tardivement dans une stricte perspective de plus-value, sont dépourvus de toute *affectio societatis*. Il s'inscrit pleinement dans les souhaits de la mission d'information de la commission des Lois.

La proposition de loi préconisait également deux mesures complémentaires :

— le renforcement du principe, déjà inscrit dans la loi, de la possibilité pour l'actionnaire de faire valoir l'existence d'un préjudice personnel distinct du préjudice social en cas de responsabilité des dirigeants pour faute de gestion ;

— en contrepartie, une amélioration de la transparence de la politique de vote des investisseurs institutionnels au sein des sociétés dans lesquelles ils investissent, qui auraient légitimement pu s'insérer dans le présent projet, celui-ci visant, au fond, principalement à donner plus de pouvoir à l'actionnaire.

c) La nécessité d'un enrichissement du contenu de la clause de réciprocité

À l'initiative conjointe des rapporteurs de ses deux commissions saisies, le Sénat a, pour sa part, élargi de façon complexe la clause de réciprocité, en conférant la faculté, pour les entreprises qui ont décidé volontairement de suspendre ces mesures restrictives de l'exercice des droits de vote en période d'offre, de ne pas appliquer ces dispositions si elles sont elles-mêmes « ciblées » par une entreprise qui ne ferait pas de même.

Pour sa part, votre rapporteur observera que le contenu de la clause de réciprocité dépendra en grande partie de la jurisprudence qui sera dégagée, à l'usage et au fil des cas d'espèce, par l'AMF et en appel par la cour d'appel de Paris et par les autres autorités nationales à l'étranger, quant au périmètre des « mesures équivalentes » dans des droits souvent difficilement comparables. En particulier, une coopération et un dialogue seront manifestement indispensables pour garantir que l'équivalence sera perçue de la même manière par l'autorité nationale de l'État de chaque société auteur et cible d'une offre publique, faute de quoi l'égalité apparente des armes ne ferait que dissimuler de bien réelles inégalités de fait.

Par ailleurs, il convient de souligner que ni la directive, ni le projet de loi ne traitent de la question connexe de l'intervention des autorités de régulation de la concurrence, qui jouent pourtant fréquemment un rôle significatif en faveur de l'entreprise cible d'une offre d'acquisition, lorsque son absorption par un autre groupe du même secteur tendrait à accroître la concentration économique au sein du secteur concerné au-delà du niveau admissible. Ces cas sont légion, et la question de la réciprocité pourrait se poser là aussi, les autorités de régulation de la concurrence n'ayant pas toutes ni la même perception de la notion d'abus de position dominante ou de concentration de la puissance économique ni de la délimitation des marchés pertinents sur laquelle appuyer leur analyse. Selon les informations recueillies par votre rapporteur, la directive comme le projet de loi de transposition n'ont pas pour objet ni pour effet de faire entrer cette dimension, qui échappe en règle générale au droit des sociétés et au pouvoir propre des

entreprises, dans la notion de « *mesures d'effet équivalent* ». L'AMF ne devrait donc pas en tenir compte dans le débat sur la réciprocité.

Il en est autrement des effets du droit des États qui pose souvent des limites aux possibilités d'acquisition d'une entreprise nationale par une entreprise étrangère. En effet, si l'AMF ne devait se prononcer sur l'équivalence des mesures qu'en prenant en compte les seules dispositions du ressort direct des statuts des entreprises, cette notion d'équivalence, et donc le contenu même de la clause de réciprocité, seraient, dans une large mesure, vidés de leur substance.

Pour ne prendre que l'exemple des États-Unis d'Amérique, le degré de protection des entreprises contre une offensive étrangère considérée comme inopportune apparaît sensiblement plus élevé que contre une offre inamicale d'une entreprise de droit américain, même si cette protection ne résulte pas au premier chef du droit boursier ou des sociétés. Les règles de notification de la législation antitrust permettent aux autorités fédérales, avant même le franchissement du seuil boursier de 5 % contraignant à une déclaration à la SEC (*Securities and exchange commission*), une détection précoce des mouvements indésirables. En effet, depuis la loi Hart-Scott-Rodino de 1976, toute transaction impliquant deux entreprises autres que des PME et conduisant l'entreprise acquéreur à détenir un volume substantiel de titres de la cible, la moitié de ses droits de vote ou encore son contrôle effectif par exemple par un pacte d'actionnaire doit faire l'objet d'une notification à la FTC (*Federal trade commission*).

Outre les dispositions propres au droit boursier ou des sociétés, la combinaison de la loi Exon-Florio de 1988, relative au contrôle des investissements étrangers dans les secteurs sensibles, et des nombreuses dispositions sectorielles fédérales ou des différents États, qui vont très au-delà de la sécurité nationale, permet également de bloquer juridiquement la tentative de prise de contrôle. Ainsi, par exemple, dans le transport aérien, les non-résidents ne peuvent détenir plus du quart du capital des compagnies battant pavillon américain, ni représenter plus d'un tiers des membres du conseil d'administration ou du comité de direction.

Les mesures législatives et réglementaires de protection des entreprises nationales sont également très présentes dans de nombreux autres États, en particulier dans beaucoup de pays économiquement émergents.

Il va donc de soi que l'équivalence devra être analysée au regard des statuts de l'entreprise initiatrice, comme des règles législatives, réglementaires ou conventionnelles qui lui sont applicables en termes de contrôle.

*

* *

La Commission a examiné pour avis le présent projet de loi, adopté par le Sénat, au cours de sa séance du mercredi 7 décembre 2005.

Après l'exposé du rapporteur pour avis, **M. Alain Vidalies** a rappelé que le Gouvernement et la majorité parlementaire avaient engagé cet été un débat sur le patriotisme économique qui, au vu de ses résultats, conduit à s'interroger sur son véritable objectif, lequel paraît relever plutôt de la « distraction collective ». Il a regretté que les opportunités offertes à cet égard par le projet de loi et, plus particulièrement, l'existence de marges de manœuvre dans la transposition de la directive du 21 avril 2004, n'aient pas été mises à profit pour élaborer des dispositions offrant aux entreprises françaises des moyens de résistance adaptés.

Il a par ailleurs constaté que, si l'amendement proposé par le rapporteur à l'article 11 du projet de loi, s'agissant de l'augmentation de capital réservée, pouvait constituer une réponse imaginative face à cette attente, le Gouvernement n'en avait, en tout état de cause, pas pris l'initiative.

Puis, il a estimé que les offres publiques d'acquisition (OPA) ne concernaient pas seulement les actionnaires mais aussi les salariés et leurs représentants, compte tenu des éventuelles conséquences humaines des restructurations capitalistiques, notamment en termes d'emploi. Il a donc regretté qu'aux termes du projet de loi, l'adoption de mesures de défense relève des seuls actionnaires plutôt que des conseils d'administration et de surveillance de l'entreprise. Jugeant que cette question mettait en jeu la conception même de l'entreprise, il a suggéré de consulter les salariés et leurs représentants et s'est inquiété de l'évolution d'un « capitalisme managérial », déjà peu satisfaisant en pratique, vers un « capitalisme actionnarial ».

Le rapporteur a rappelé que l'article 7 du projet de loi prévoyait déjà une réunion des comités d'entreprise des entreprises impliquées dans une OPA, pour les informer de ces projets, l'audition de l'auteur de l'offre pouvant être demandée par le comité d'entreprise de l'entreprise faisant l'objet de l'OPA. Il a noté que, bien que la commission des Lois n'en soit pas saisie pour avis, cet article répondait, au moins partiellement, au souci exprimé par M. Alain Vidalies d'informer les salariés et leurs représentants.

S'agissant des situations telles que celles rendues publiques dans l'« affaire Danone », il a indiqué que son amendement était en effet plus ambitieux que le texte proposé par le Gouvernement. Il a ajouté que la perception des enjeux pouvait varier fortement d'un pays à l'autre et selon les circonstances, la presse polonaise s'étant récemment opposée à l'acquisition de sociétés polonaises dans le domaine de l'énergie en jugeant ce secteur plus stratégique que celui de l'industrie agro-alimentaire et du yaourt... Il a également rappelé que l'opposition à laquelle s'était heurté le groupe Électricité de France (EDF), en raison de son statut d'entreprise d'État, lorsqu'il avait souhaité acquérir le groupe italien Montedison, avait conduit à ouvrir le capital du groupe français.

La Commission est ensuite passée à l'examen des articles dont elle s'est saisie pour avis.

EXAMEN DES ARTICLES

Parmi les 26 articles du projet de loi tel qu'adopté en première lecture par le Sénat, la commission des Lois s'est saisie des 14 articles (4, 6, 9 à 19, 22 nouveau) modifiant des dispositions du code de commerce ⁽¹⁾ relatives au droit des sociétés.

Article 4

(art. L. 233-10 du code de commerce)

Notion d'action de concert en cas d'offre publique d'acquisition

Le présent article propose une adaptation de la définition de l'action de concert, rendue nécessaire par la directive du 21 avril 2004.

Dans le domaine plus spécifique des offres publiques, le d) du 1. de l'article 2 de la directive intègre dans le concept des « *personnes agissant de concert* » celles qui coopèrent entre elles « *sur la base d'un accord (...) visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre* ».

Dans le droit en vigueur, l'article L. 233-10 ne vise de manière générale, indépendamment de toute offre publique, que les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acheter, de vendre ou d'exercer des droits de vote pour « *mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société* » considérée.

De son côté, le III de l'article L. 233-3 en vigueur depuis la loi relative aux nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001 modifié par la loi portant mesures urgentes de réforme à caractère économique et financier du 11 décembre 2001, a posé le principe que « *deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale* ». Ainsi peut-on estimer que l'action de concert pour prendre le contrôle d'une autre société existe déjà dans le droit en vigueur.

En revanche, actuellement aucune disposition ne permet de faire entrer une action commune pour faire échouer l'offre dans le cadre de l'action de concert. Cette hypothèse est pourtant très fréquente. La société objet d'une offre hostile peut chercher l'appui d'une société amie avec laquelle elle agira conjointement pour faire échouer l'offre inamicale en la contrant par une contre-offre amicale. Tel est d'ailleurs le sens des modifications introduites à l'article 11 du projet de loi, pour imposer des décisions de l'assemblée générale pour prendre des mesures anti-OPA.

(1) Pour des raisons de commodité de présentation et sauf mention contraire, le code auquel appartiennent les articles cités est le code de commerce.

Il est donc proposé de pallier cette lacune, en retenant une rédaction conjointe s'agissant de l'action de concert pour prendre le contrôle et pour faire échouer une offre.

Cet article a été adopté par le Sénat sans modification.

La Commission a émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 4.

Article 6

(art. L. 225-100-3 du code de commerce)

Information des actionnaires sur les caractéristiques de la société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique d'acquisition

Le présent article transpose l'article 10 de la directive, qui impose la publication dans le rapport annuel de la société d'un certain nombre d'informations et la présentation à l'assemblée générale annuelle d'un rapport explicatif sur ces mêmes points.

L'article 6 prévoit que le rapport annuel des sociétés cotées, soumis à l'assemblée générale ordinaire, et mentionné à l'article L. 225-100, présentera l'intégralité des éléments mentionnés par l'article 10 de la directive, dans l'ordre de celui-ci, sous la double réserve d'un regroupement de ceux concernant les accords entre actionnaires qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote, et de la condition que ces informations soient susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

Liste des informations qui doivent être exposées et, le cas échéant, expliquées dans le rapport annuel :

- 1° La structure du capital de la société ;
- 2° Les restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 (pacte d'actionnaire portant sur au moins 0,5 % des actions) ;
- 3° Les participations directes ou indirectes dans le capital de la société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 (obligation d'information de la société à chaque franchissement des seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33 %, 50 %, 266 %, 90 % et 95 %) et L. 233-12 (obligation de notification des participations de la société intermédiaire à la société qui la contrôle) ;
- 4° La liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux (détenteurs d'actions de préférence, au sens de l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières) et la description de ceux-ci ;
- 5° Les mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier ;

6° Les accords entre actionnaires dont la société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote ;

7° Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ou du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la société ;

8° Les pouvoirs du conseil d'administration ou du directoire, en particulier l'émission ou le rachat d'actions ;

9° Les accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts.

10° Les accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou du directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans raison valable ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

L'ensemble des éléments énumérés complètera très sensiblement le droit en vigueur, non centré sur le cas des sociétés faisant l'objet d'une offre publique, et limité en tout état de cause : à certaines participations au capital, dépassant une série de seuils successifs (article L. 233-13) ; aux restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote (décret du 30 mai 1984 relatif au registre du commerce et des sociétés) ; ou encore à la publicité des pactes d'actionnaires (article L. 233-11).

Cette unification en un seul document, et par un seul article législatif du code de commerce, contribuera à simplifier le droit applicable pour ceux qui sont chargés d'établir les informations considérées, comme pour ceux à qui elles sont destinées, et ce même si certaines de ces informations, eu égard à leur caractère annuel figé, pourraient perdre de leur pertinence à la fin de l'année suivant celle de la publication du rapport.

Le Sénat n'a apporté à ce dispositif que des modifications de rédaction ou de précision :

— à l'initiative du rapporteur de sa commission des Finances, il a précisé que le rapport n'a pas à détailler les informations visées lorsqu'elles sont dépourvues de toute incidence potentielle en cas d'OPA, mais les expose et, le cas échéant, explique en quoi ils peuvent avoir l'incidence envisagée. La rédaction proposée par le Sénat va certes dans le bon sens, mais présente cependant une certaine ambiguïté, dans la mesure où l'explication exigée doit plutôt porter sur l'incidence en cas d'offre publique, que sur les éléments eux-mêmes, et où la mention « le cas échéant » peut laisser croire que l'obligation d'information ne serait que facultative, ce qui n'est naturellement pas le cas ;

— à l'initiative du même rapporteur, le Sénat a précisé le dispositif en le rapprochant formellement, là où cela paraissait nécessaire, de celui de la directive.

Votre rapporteur soulignera par ailleurs que, pour ce qui concerne les accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, mentionnés au 9°, le texte de la directive précise que seuls les accords « importants » sont visés, ce qui va de soi, même si l'« importance » ne constitue pas une qualification juridique particulièrement précise en droit français.

La Commission a émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 6.

Article 9

Création d'une section V dans le chapitre III du titre III du livre II du code de commerce

L'article 9 prévoit d'introduire une nouvelle section dans le chapitre III.- « *Filiales, participations et sociétés contrôlées* » du titre III.-« *Dispositions communes aux sociétés commerciales* » du livre II du code de commerce, consacré aux sociétés commerciales et aux groupements d'intérêt économique.

Cette nouvelle section 5 comprendrait les neuf articles nouveaux L. 233-32 à L. 233-40, tels qu'ils sont introduits par les articles 10 à 15 et 17 à 19 du projet de loi.

Elle serait intitulée « *Des offres publiques d'acquisition* », mais ne concernerait en réalité que les règles applicables aux mesures susceptibles d'être prises – ou, en réalité, suspendues – par les sociétés commerciales cotées, c'est-à-dire dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, lorsqu'elles font l'objet d'une telle offre.

La Commission a émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 9.

Articles 10 et 11

(art. L. 233-32 et L. 233-33 du code de commerce)

Approbation ou confirmation par l'assemblée générale des mesures susceptibles de faire échouer l'offre publique, sous réserve de réciprocité

Les articles 10 et 11 constituent les deux faces de l'un des éléments clés de la transposition, puisqu'ils modifient les pouvoirs respectifs du conseil et de l'assemblée des actionnaires dans la détermination des mesures anti-OPA.

L'article 10 a pour objet, conformément aux recommandations du groupe de travail présidé par M. Jean-François Lepetit, de transposer les dispositions des 2. et 3. de l'article 9 de la directive, qui imposent respectivement de demander à l'assemblée générale l'autorisation préalable de toute action menée en vue de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et de demander la confirmation ou l'approbation des décisions qui, avec le même objet, auraient été prises avant le lancement de l'offre publique.

En pratique, l'ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale, ratifiée par l'article 78-XXVII de la loi du 9 décembre 2004 de simplification du droit, avait déjà largement montré le chemin que l'article 10 ne fait que logiquement poursuivre. En effet, prenant les devants sur la transposition de la directive, cette ordonnance a non seulement défini le régime général des délégations – et subdélégation – dérogatoires au monopole des assemblées générales extraordinaires posé par l'article L. 225-129-1 en matière d'augmentation de capital, mais également créé un article L. 225-129-3 prévoyant que, en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la société, « *toute délégation de l'assemblée générale est suspendue (...) sauf si elle s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre* ». Remplacé par le nouvel article L. 233-32, cet article L. 225-129-3 sera d'ailleurs abrogé à l'entrée en vigueur de la présente loi, ainsi que le prévoit l'article 21 du projet.

Le périmètre des mesures anti-OPA visées par l'article 10, qui englobe l'ensemble des décisions « *susceptibles de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres* », est à la fois vaste et restreint : vaste puisque, à l'exception du pouvoir de nomination qui est conservé aux conseils d'administration ⁽¹⁾ ou de surveillance ⁽²⁾, ce dispositif ne fait aucune différence suivant la nature des mesures, qu'elles soient ou non du domaine de compétence normale de l'organe exécutif pris dans sa collégialité (conseil d'administration ou conseil de surveillance, hormis leur pouvoir de nomination, y compris leur président) ou des mandataires sociaux pris individuellement ou collégalement (directoire, directeur général unique exerçant les fonctions de l'ensemble du directoire ou directeur général d'une société à conseil d'administration, enfin directeurs généraux délégués éventuels des sociétés à conseil d'administration) ; et restreint puisque, en revanche, il ne porte que sur celles de ces mesures qui non seulement auront pour objet, principal ou accessoire, de faire échouer l'offre, mais, au-delà, sont susceptibles, individuellement, d'y parvenir, même si elles n'y parviennent pas.

Ainsi, les décisions tant de révoquer ⁽³⁾ un président mal perçu par les actionnaires en place ou le marché, que celles d'augmenter le capital avec des droits préférentiels de souscription au profit des actionnaires ⁽⁴⁾, ou de réduire ce

(1) *Qui nomme le directeur général et les directeurs généraux délégués (articles L.225-51-1) et élit son président (L.225-47).*

(2) *Qui nomme les membres du directoire et confère à l'un d'eux la qualité de président de celui-ci (article L.225-59).*

(3) *La révocation du président du conseil d'administration, du directeur général, et, sur proposition de celui-ci, des directeurs généraux délégués, est de la seule compétence normale du conseil d'administration (article L.225-47). La révocation du directoire ou du directeur général unique est de la compétence normale de l'assemblée, et éventuellement du conseil de surveillance, si les statuts le prévoient (article L.225-61).*

(4) *Ce qui est peu mis en œuvre, car une telle souscription à des conditions privilégiées tend à peser sur le cours.*

capital par des rachats d'actions, de modifier la valeur de l'entreprise à la hausse par des acquisitions importantes ou à la baisse par des cessions d'actifs riches de perspectives de rentabilité future⁽¹⁾, devront-elles être préalablement approuvées par les actionnaires, propriétaires de l'entreprise et éventuellement intéressés par la réussite de l'offre et la prime qu'ils pourraient retirer de la vente de leurs titres.

Les délégations accordées antérieurement à l'offre par l'assemblée générale seront également suspendues pendant la durée de l'offre. Cette suspension des délégations ne fait d'ailleurs, ainsi qu'il a été précédemment indiqué, que confirmer le droit en vigueur tel qu'issu de l'ordonnance du 24 juin 2004 précitée.

En revanche, le pouvoir de nomination sera maintenu, de manière à éviter toute solution de continuité gravement dommageable au fonctionnement normal de l'entreprise : l'assemblée générale pourrait en effet admettre la révocation du président du conseil d'administration ou du directeur général, sans donner son accord sur son remplacement, laissant ainsi éventuellement vide cette fonction essentielle ; par ailleurs, le mandataire empêché, pourtant titulaire de pouvoirs indispensables à la vie de l'entreprise, notamment celui de convoquer l'assemblée générale, pourrait alors ne plus pouvoir être remplacé, fût-ce temporairement.

Par parallélisme des formes, si les mêmes décisions ont été prises par les organes exécutifs avant l'offre sans avoir été totalement mises en œuvre, elles devront être approuvées postérieurement par les actionnaires. Cette hypothèse est étendue au cas des décisions déjà prises par l'assemblée générale elle-même, mais dans un contexte antérieur : elles devront alors être examinées à nouveau et confirmées.

Les modalités dérogatoires de convocation de l'assemblée générale, autorisées par l'article 9 de la directive, avec un plancher incompressible de quinze jours, sont renvoyées au pouvoir réglementaire, le délai minimal d'un mois du droit commun (décret du 23 mars 1967) apparaissant en tout état de cause manifestement trop long. Le ministre, en réponse à un amendement précisant ce point, a confirmé son souhait de prendre les mesures nécessaires en modifiant le décret du 23 mars 1967 en introduisant un délai de quinze jours, sans qu'il soit nécessaire de l'indiquer explicitement dans la loi.

L'article 10 a été adopté avec diverses modifications rédactionnelles éloignant le texte de la lettre de la directive, mais le rapprochant de son esprit.

L'une d'elles, qui consiste à préciser au premier alinéa non pas que l'exécutif « doit obtenir » l'approbation préalable, comme le prévoyait le dispositif d'origine, mais l'« obtient », ainsi qu'il est dit dans le texte même de la directive, au motif que l'indicatif présent constitue un impératif dans les textes normatifs modernes, peut toutefois paraître curieuse. En effet, cette modification n'est pas cohérente avec la rédaction retenue au troisième alinéa du même article, qui a

(1) *Ce qui est évidemment peu porteur d'avenir pour l'entreprise qui procède à de telles ventes...*

conservé l'expression selon laquelle toute décision anti-OPA « *doit faire l'objet d'une approbation* ». Surtout, cette rédaction pourrait laisser penser que l'autorisation est automatique dès que l'assemblée est saisie, ce qui constituerait un contresens manifeste.

La Commission a émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 10.

*

L'article 11 correspond à la mise en œuvre de l'option ouverte par le 3. de l'article 12 de la directive, qui consiste à permettre d'exempter les sociétés qui appliquent les paragraphes 2. et 3. de l'article 9 de ces dernières dispositions, « *si elles deviennent l'objet d'une offre lancée par une société qui, quant à elle, n'applique pas ces mêmes articles* », par exemple s'il s'agit d'une société dont le siège social se trouve hors de l'Union européenne, dans un État qui n'applique pas ces mesures respectueuses du droit des actionnaires, ou dont le siège se trouve dans un État membre qui aura décidé de ne pas appliquer les 2. et 3. de l'article 9.

Conformément au 5. de l'article 12 de la directive, ce dispositif de précaution, qui vise notamment à mettre les entreprises françaises à armes égales avec celles des États tiers, exige toutefois, pour appliquer des mesures déjà prises par l'exécutif sans demander d'autorisation nouvelle de l'assemblée générale à compter de l'ouverture de l'offre, qu'elles aient néanmoins été expressément autorisées « à froid » pour une éventuelle OPA par l'assemblée générale des actionnaires moins d'un an et demi avant l'offre.

Cette exigence, y compris son délai maximal d'un an et demi, ne constitue pas un choix du projet de loi, mais est prévue par le 5. de l'article 12 de la directive lorsqu'il est choisi d'appliquer la clause de réciprocité. Elle aura pour effet indirect que les assemblées débattront sans doute, à l'avenir, au moins une fois par an, des batteries de mesures anti-OPA que les dirigeants souhaiteront faire adopter *a priori* par les assemblées pour avoir le droit d'invoquer, le cas échéant, la clause de réciprocité. Faute d'une telle adoption, la réciprocité ne pourra en effet jamais jouer. Les clauses anti-OPA devraient donc connaître à l'avenir une forme de banalisation.

Pour autant, la question peut se poser de l'efficacité de cette clause de réciprocité : en effet, la mesure de défense anti-OPA généralement estimée la plus efficace en droit français par les praticiens est celle de l'augmentation de capital réservée à certaines catégories d'actionnaires ou à certains actionnaires, sans droit préférentiel de souscription, telle que prévue par l'article L. 225-138 du code de commerce ⁽¹⁾, ces actionnaires pouvant alors jouer le rôle dit du « chevalier blanc ». Or il va de soi que, dix-huit mois avant

(1) *Lequel avait été modifié par la loi de sécurité financière puis par l'ordonnance du 24 juin 2004 sur les valeurs mobilières. Dans sa rédaction actuelle, il dispose que « L'assemblée générale qui décide l'augmentation du capital peut la réserver à une ou plusieurs personnes nommément désignées ou catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées. À cette fin, elle peut supprimer le droit préférentiel de souscription. »*

une éventuelle offre publique, il est difficile, sinon impossible, de demander l'autorisation à l'assemblée générale de permettre au conseil de procéder par délégation à une augmentation de capital réservée à une ou plusieurs personnes déjà identifiées ou même à une catégorie type d'investisseurs. En conséquence, la portée réelle de la précaution de la clause de réciprocité ne doit pas être surestimée, puisque la principale défense anti-OPA pourrait ne pas être applicable dans ce cas de figure.

Interrogé sur ce point en séance publique le 20 octobre dernier au Sénat, le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie a répondu que les entreprises disposeraient de la faculté de demander l'autorisation préalable de leur assemblée générale pour réserver l'augmentation de capital à des catégories d'investisseurs ou d'actionnaires, suffisamment souples pour permettre ensuite par délégation au conseil d'exercer le choix idoine le moment venu. Ainsi a-t-il indiqué qu'il *«ressort des prises de position du régulateur que deux principes doivent guider l'assemblée générale dans la définition des catégories de personnes : ces catégories doivent être cohérentes avec la nature et l'objet de l'opération envisagée ; elles doivent également être précisément décrites par l'assemblée générale, notamment en termes de périmètres d'activité. »*

Ces deux critères permettent de définir des catégories larges, l'important étant, comme toujours, d'expliquer aux actionnaires ce que l'on veut faire. Par exemple, une société de biotechnologie a fait récemment voter en assemblée générale une émission « réservée à des sociétés ou fonds gestionnaires d'épargne collective investissant dans le secteur pharmaceutique-biotechnologique ». Le conseil d'administration a pu ensuite choisir lui-même les personnes au sein de cette catégorie. »

Il demeure que la jurisprudence de l'AMF a pu rejeter certaines augmentations de capital réservées à des catégories de personnes, au motif que cette catégorie aurait été définie de manière trop vague, par exemple au profit d' « investisseurs qualifiés ».

Devant l'incertitude demeurant sur l'appréciation de la notion de catégorie d'actionnaires, il pourrait apparaître légitime de permettre, dans le seul cas particulier de l'invocation de la clause de réciprocité, de demander à l'assemblée générale d'autoriser la délégation au conseil d'administration ou au directoire, à froid, des pouvoirs nécessaires à la réalisation d'une augmentation de capital réservée pendant la période d'offre. Ainsi attaquée à armes inégales, l'entreprise cible pourrait alors se défendre plus efficacement. Il conviendrait toutefois, pour garantir un fonctionnement équitable de l'offre publique, que les modalités, c'est-à-dire en particulier le prix de souscription de l'augmentation de capital réservée, soit au moins égal à celui de la dernière offre publique. Ces modalités devraient par ailleurs être soumises au contrôle de l'AMF, de façon notamment à garantir des délais de recours compatibles avec le calendrier de déroulement d'une offre.

Par ailleurs, pour lever l'obligation de l'article 10, les mesures que n'applique pas la société offreuse sont soit celles expressément prévues par le nouvel article L. 233-32, soit toute « *mesure équivalente* », dont l'éventuel contentieux de l'appréciation est renvoyé à une décision de l'AMF. Il importe de prévoir cette équivalence, dans la mesure où le droit des États tiers est loin d'être toujours directement comparable à celui des États membres, et où des différences partielles de règles ne doivent pas avoir pour effet de vider la clause de réciprocité de son contenu en empêchant systématiquement de l'invoquer.

Outre diverses modifications rédactionnelles, l'article 11 a été adopté avec un amendement du rapporteur de la commission des Finances du Sénat, qui a reçu l'avis favorable du Gouvernement, visant à permettre le jeu de la clause de réciprocité dès lors qu'une seule des sociétés offeuses, et non pas toutes exhaustivement, n'appliquerait pas le principe de la souveraineté des actionnaires sur les mesures anti-OPA.

À l'initiative du rapporteur pour avis de la commission des Lois du Sénat, cet amendement a été complété par un autre amendement excluant la levée de l'obligation « vertueuse » de faire autoriser les mesures anti-OPA par l'assemblée générale si la société fait l'objet d'une offre d'entités dont l'une au moins n'appliquerait pas les mesures dites « vertueuses », mais agirait de concert avec la société cible. Cette hypothèse peut notamment se faire jour dans le cas d'une contre-OPA amicale, menée avec le soutien d'un actionnaire ou d'un partenaire commercial. Dans le cas visé, il n'y aurait en effet pas lieu de faire bénéficier la société cible de la levée de l'obligation de l'article 10, au motif qu'une seule société offreuse n'appliquerait pas elle-même cette obligation : en effet, à défaut, la tentation pourrait alors se faire jour pour la cible de solliciter une société de droit étranger pour agir de concert avec elle-même dans le seul but de détourner la loi et la directive en obtenant artificiellement la levée de l'obligation vertueuse à son profit.

*

La Commission a *adopté* deux amendements (**amendements n^{os} 1 et 2**) présentés par le **rapporteur**, tendant respectivement :

— à préciser que l'appréciation de l'équivalence des mesures permettant ou non d'invoquer la clause de réciprocité pour autoriser l'entreprise française cible d'une offre publique émanant d'un État tiers à se défendre « à armes égales », devra prendre en compte non seulement les statuts de la ou des entreprises initiatrices, mais aussi les règles législatives, réglementaires ou conventionnelles qui sont applicables à chacune d'entre elles en termes de contrôle du capital ;

— à permettre, au titre de l'invocation de la clause de réciprocité par une entreprise qui serait visée par une offre publique « à armes inégales », de demander à l'assemblée générale d'autoriser la délégation au conseil d'administration ou au directoire, à l'avance, des pouvoirs nécessaires à la réalisation d'une augmentation de capital réservée pendant la période d'offre,

c'est-à-dire en particulier la désignation précise du ou des bénéficiaires de cette opération. Compte tenu du caractère dérogatoire de cette mesure, elle serait assortie de deux conditions : les modalités de l'augmentation réservée de capital devraient être soumises au contrôle de l'AMF ; le prix de souscription de l'augmentation de capital réservée devrait être au moins égal à celui de la dernière offre publique, pour ne pas léser les actionnaires en titre.

La Commission a ensuite émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 11 *ainsi modifié*.

*

* *

Les articles 12 à 18 constituent, sur une base entièrement facultative laissée à la libre décision statutaire de chaque société, et dans le sens des recommandations du groupe de travail présidé par M. Jean-François Lepetit, la transposition de l'article 11 de la directive du 21 avril 2004 dont :

— le 2. prévoit l'inopposabilité des restrictions aux transferts de titres prévues par les statuts (1^{er} alinéa) ou par des conventions postérieures à l'adoption de la directive (second alinéa) ;

— le 3. dispose, pour sa part, que sont suspendues les restrictions statutaires (1^{er} alinéa) ou conventionnelles mais postérieures à l'adoption de la directive (2^e alinéa), aux droits de vote dans les assemblées générales qui arrêtent des mesures de défenses anti-OPA. Son troisième alinéa prévoit une suspension identique pour les droits de vote multiples pour les mêmes assemblées ;

— le 4. prévoit que, si l'offreur parvient à détenir une fraction importante (75 %) du capital assorti de droits de vote, les restrictions aux transferts de titres et au droit de vote des 2. et 3., ainsi que les droits statutaires extraordinaires des actionnaires concernant la nomination ou la révocation des mandataires sociaux et les droits de vote multiples ne s'appliquent pas lors de l'assemblée des actionnaires qui suit la clôture de l'offre publique réussie.

L'article 11 a été rendu toutefois optionnel par le 1. de l'article 12, à la condition prévue par le 2. de donner le choix « *réversible* » aux sociétés dont le siège social se trouve sur son territoire d'appliquer l'ensemble de l'article 11. Les articles 12 à 18 donnent corps à cette « harmonisation » très partielle puisqu'entièrement facultative et discrétionnaire pour chaque État.

On observera que l'inopposabilité prévue par le 2. des restrictions conventionnelles aux transferts de titres n'a *a priori* d'effet qu'à l'égard des tiers, les parties n'ayant pas de raison de s'opposer entre elles à des clauses qu'elles ont volontairement consenties. En revanche, la suspension des restrictions aux droits de vote semble s'imposer à tous. En tout état de cause, cette subtilité est conservée dans chacun des articles suivants, qui organisent la transposition de l'article 11 de la directive.

Articles 12 et 13

(art. L. 233-34 et L. 233-35 du code de commerce)

Inopposabilité obligatoire à l'auteur de l'offre des clauses statutaires et seulement facultative des clauses conventionnelles restreignant le transfert d'actions de la société

Les deux articles 12 et 13 prévoient l'inopposabilité de mesures restrictives du transfert de titres en cas d'offre publique, le premier pour ce qui concerne les clauses statutaires, le second pour les clauses conventionnelles, conformément aux deux alinéas du 2. de l'article 11 de la directive.

Ils le font cependant sur une base et suivant un régime sensiblement différents.

En effet, l'inopposabilité des clauses statutaires existe déjà dans notre droit positif, et l'article 12 ne fait qu'opportunément confirmer dans la loi cette inopposabilité obligatoire édictée par le CMF, à l'article 231-6 de son règlement général, qui dispose que : « *Sauf quand elle résulte d'une obligation législative, aucune clause d'agrément statutaire d'une société visée [par une offre publique] ne peut être opposée à l'initiateur d'une offre publique pour les titres qui lui seraient apportés dans le cadre de son offre.* ». Il n'y avait donc aucune raison de revenir sur cette disposition déjà appliquée sans difficulté particulière par la place.

En revanche, l'inopposabilité des clauses conventionnelles, prévue par l'article 13, pour les conventions conclues à compter de l'adoption de la directive, soit le 21 avril 2004, s'inscrit dans le cadre général de l'application facultative, sur une base optionnelle, de l'article 11 de la directive. Cette inopposabilité n'est donc pas imposée, mais constitue seulement une faculté ouverte aux sociétés, qui peuvent l'inscrire, à la majorité des deux tiers, dans leurs statuts.

Les articles 12 et 13 ont été adoptés sans modification.

La Commission a émis un *avis favorable* à l'adoption des articles 12 et 13.

Articles 14 et 15

(art. L. 233-36 et L. 233-37 du code de commerce)

Suspension volontaire des effets des conventions et des dispositions statutaires prévoyant des restrictions à l'exercice de droits de vote dans les assemblées réunies pour adopter des mesures de défense

Les deux articles 14 et 15 prévoient, conformément aux deux premiers alinéas du 3. de l'article 11 de la directive, la suspension des effets des restrictions à l'exercice du droit de vote en cas d'offre publique dans les assemblées convoquées pour autoriser les mesures anti-OPA, le premier pour ce qui concerne les clauses statutaires, le second pour les clauses de conventions adoptées après le 21 avril 2004.

Le souci d'économie de mots et d'articles dans le code de commerce aurait pu justifier que, à l'instar de l'article 17 du projet de loi, ces deux articles soient fusionnés au sein d'un seul, compte tenu de la connexité de leur régime.

Les deux articles 14 et 15 ont été adoptés avec un amendement du rapporteur de la commission des Lois du Sénat, précisant que les assemblées pour lesquelles les suspensions peuvent être prévues sont celles qui sont réunies non seulement pour adopter de nouvelles mesures anti-OPA, préalablement à leur mise en œuvre, « à chaud » en période d'offre si la clause de réciprocité est mise en œuvre, mais aussi pour autoriser des mesures proposées par les dirigeants, non encore appliquées, « à froid », avant toute offre, s'ils réussissent à faire jouer la clause de réciprocité.

En revanche, par un raisonnement *a contrario*, ne seraient pas concernées les assemblées réunies pour approuver ou confirmer les mesures anti-OPA adoptées avant l'offre et déjà partiellement mises en œuvre, conformément au dernier alinéa de l'article 10.

L'article 15 a également été modifié pour tenir compte du fait que, ne serait-ce que par cohérence avec la rédaction retenue pour les articles 13 et 14, ce sont les effets des restrictions statutaires qui peuvent être suspendus, et non les restrictions elles-mêmes.

La Commission a émis un *avis favorable* à l'adoption des articles 14 et 15.

Article 16

(art. L. 225-125 du code de commerce)

Suspension obligatoire des limitations statutaires au nombre de voix dont dispose chaque actionnaire dans la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre

Rompant la cohérence de la présentation formelle du projet de loi, le présent article ne s'inscrit pas dans la nouvelle section créée par l'article 9 du projet de loi, et rompt la continuité des articles du code de commerce successivement créés par les articles 10 à 15, puis 17 à 19.

L'article 16 modifie pour sa part l'actuel article L. 225-125, qui permet aux statuts de limiter le nombre de voix par actionnaire pour prévenir l'écrasement des « petits porteurs », sous réserve de ne pas favoriser ou léser une catégorie particulière d'actions – à l'exclusion, naturellement, des actions à dividendes prioritaires privées par nature de droit de vote. L'exigence d'une limitation statutaire se traduit par l'obligation, pour la décider comme d'ailleurs pour la supprimer, d'une majorité qualifiée en assemblée générale extraordinaire, c'est-à-dire des deux tiers des voix des actionnaires présents ou représentés, conformément à l'article L. 225-96. La limitation peut en revanche produire ses effets aussi bien dans une assemblée ordinaire, statuant sur les comptes annuels ou

sur toute autre question non statutaire, que lors d'une assemblée extraordinaire, appelée à modifier les statuts.

Traduisant la recommandation du groupe de travail animé par M. Jean-François Lepetit, le présent article a pour objet de suspendre automatiquement l'application de ces limitations statutaires du nombre de voix lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre, de façon à donner à celui qui a mené à bien son offre d'acquisition la faculté légitime d'exercer ses pouvoirs complets d'actionnaire. Seule la première assemblée, qu'elle soit ordinaire ou extraordinaire, serait concernée par cette suspension des restrictions, conformément à la lettre de la directive.

La suspension ne serait toutefois imposée que si l'auteur de l'offre, seul, ou de concert, est parvenu à détenir une proportion des actions supérieure à un seuil exprimé en fraction du capital ou des droits de vote. La détermination précise de ce seuil est renvoyée à l'AMF, chargée par l'article L. 621-7 du code monétaire et financier de déterminer, dans son règlement général, les règles relatives aux OPA. Ce seuil doit être nécessairement inférieur au seuil de « 75 % du capital assorti de droits de vote », prévu par le 4. de l'article 11 de la directive du 21 avril 2004. Il devrait même logiquement être au maximum égal aux deux tiers du capital, c'est-à-dire le niveau de la majorité qualifiée nécessaire pour modifier les statuts en droit français, et créer ou supprimer les restrictions visées au nombre de droits de vote par actionnaire ⁽¹⁾. Les dispositions du présent article modifieront peu la pratique, car nombreux sont les groupes cotés qui ont déjà introduit cette mesure dans leurs statuts, suivant d'ailleurs en cela la doctrine et les recommandations formulées par la COB dès 1993. À titre d'exemple, le seuil des deux tiers du capital est celui prévu par les statuts d'un grand groupe d'agroalimentaire du CAC 40, qui limitent à 6 % le nombre total de votes par actionnaire, pour rendre caduque cette limitation dès qu'un actionnaire franchit le seuil des deux tiers à l'issue d'une offre publique.

A contrario, la question pourrait se poser de l'absence de suspension, lors de la première assemblée générale, des droits de vote doubles, qui peuvent également être accordés par les statuts ou par une assemblée générale extraordinaire, en application de l'article L. 225-123. Cette suspension est en effet également prévue de manière expresse par le 4. de l'article 11 de la directive.

Le droit de vote double à la française, récompense *intuitu personae* la fidélité d'un actionnaire. C'est pourquoi il est non cessible. Ce régime doit donc

(1) On peut se demander, à cet égard, s'il ne conviendrait pas, dans cette formulation, de ne prendre en compte dans le capital que les actions assorties du droit de vote, ainsi qu'il est d'ailleurs prévu par l'article 11 de la directive comme par l'article L. 225-125 qui admet un traitement spécifique pour les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote. La double référence à la fraction « du capital ou des droits de vote » a été faite dans un objectif de droit constant : elle correspond en effet à l'état du droit français pour la détermination de différents seuils existants, notamment les déclarations de franchissements de seuils prévues par l'article L.233-7 du code de commerce.

être exclu du présent dispositif. Telle est l'analyse très claire du groupe de travail présidé par M. Jean-François Lepetit, appuyée sur le g de l'article 2 de la directive, et rappelée ci-dessous.

« Il est important de noter que la suppression des droits de vote "multiple" ne vise que certaines actions définies par la directive comme des "titres inclus dans une catégorie séparée et distincte et conférant chacun plus d'une voix". Les actions à droit de vote double "à la française" ne constituent pas une telle "catégorie séparée et distincte" : en effet, le droit de vote double récompense, en France, la fidélité de l'actionnaire et toute action ordinaire est susceptible (si les statuts de la société émettrice de l'action le prévoient) de procurer à son détenteur un droit de vote double après au moins deux années de détention ininterrompue. En outre, l'action perd son droit de vote double lorsqu'elle est cédée : ce droit est ainsi une caractéristique attachée au détenteur et non au titre lui-même.

« Le groupe de travail constate que les actions à droit de vote double "à la française" n'entrent pas dans le champ d'application de l'article 11 dont l'éventuelle transposition serait par conséquent sans incidence sur le mécanisme de fidélisation des actionnaires souhaité par le législateur français. »

*

Le **rapporteur** a présenté un amendement (**amendement n° 3**) visant à mettre en cohérence l'article 16 avec l'actuel article L. 225-125 du code de commerce, qui ne permet aux statuts de l'entreprise dont les actionnaires le souhaitent, de limiter le nombre de voix par actionnaire pour prévenir l'écrasement des « petits porteurs », que sous réserve d'une majorité qualifiée d'un niveau identique à celui requis en assemblée générale extraordinaire, c'est-à-dire des deux tiers du capital.

Le rapporteur a précisé que l'amendement avait pour objet d'encadrer le seuil du capital requis de l'initiateur de l'offre publique réussie pour obtenir la suspension de cette limitation du nombre de voix lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre, entre le seuil statutaire des deux-tiers et celui de 75 % imposé par la directive.

La Commission a *adopté* cet amendement.

Elle a ensuite émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 16 *ainsi modifié*.

Article 17

(art. L. 233-38 du code de commerce)

Suspension volontaire des restrictions statutaires et conventionnelles à l'exercice des droits de vote lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre

Complétant l'article 16 qui ne vise que les dispositions statutaires plafonnant le nombre de voix maximal par actionnaire, l'article 17, adopté par le Sénat avec deux précisions rédactionnelles, prévoit, conformément au 4. de l'article 11 de la directive, la suspension pour la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre réussie des effets des restrictions statutaires comme conventionnelles – pour les clauses de conventions adoptées après le 21 avril 2004 – à l'exercice du droit de vote en cas d'offre publique. Les sociétés demeureront toutefois libres de ne retenir que l'une ou l'autre des deux natures de clauses restrictives.

À l'instar de l'article 16, cette suspension facultative est cependant soumise au dépassement par l'offreur d'un seuil exprimé en fraction du capital, et dont la détermination incombe au règlement général de l'AMF.

Ce faisant, les deux articles 16 et 17 peuvent sembler en partie redondants : leur articulation mérite donc d'être précisée. En effet, ils ont partiellement le même objet, en prévoyant tous deux la possibilité, dans les statuts, de suspendre les effets des restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote.

Les deux articles se distinguent cependant par plusieurs différences :

— l'article 17 étend cette possibilité de suspension des clauses restrictives des droits de vote aux clauses conventionnelles ;

— l'article 16 rend cette suspension obligatoire, alors que l'article 17 n'en fait qu'une faculté à la libre disposition de l'assemblée des actionnaires ;

— rien ne contraint à ce que le seuil, exprimé en fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre, soit identique pour les deux dispositifs. Il serait même utile de les distinguer, de façon à permettre une gradation des mesures : par exemple, la suspension ne serait que facultative à partir de la majorité simple, et deviendrait obligatoire à partir d'une majorité qualifiée. C'est d'ailleurs la seule raison qui justifie que l'article 17 vise également la suspension des restrictions statutaires, déjà traitées, sur le fond, par l'article précédent. Il serait légitime d'encadrer cette gradation dans la loi pour donner sa cohérence au projet, en imposant que la quotité mentionnée à l'article L. 225-125 du projet ne puisse être inférieure ou égale à celle mentionnée à l'article L. 233-38, tout en laissant la détermination précise des quotités à l'AMF, sous réserve qu'aucune des deux quotités ne puisse être supérieure à 75 % .

On observera que les différences de rédaction, utilisant une fois le terme d'« *initiateur de l'offre* » à l'article 17, et une fois celui d'« *auteur* » de cette

même offre à l'article 18, ne correspondent à aucune différence de fond. Une harmonisation des termes éviterait toute ambiguïté à cet égard.

*

Le **rapporteur** a présenté un amendement (**amendement n° 4**) visant à mieux articuler le dispositif prévu par l'article 17 du projet de loi avec celui de son article 16.

La Commission a *adopté* cet amendement.

Elle a ensuite émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 17 *ainsi modifié*.

Article 18

(art. L. 233-39 du code de commerce)

Suspension volontaire des droits extraordinaires de nomination ou de révocation des organes de direction lors de la première assemblée générale suivant la clôture de l'offre

L'article 18, adopté sans modification par le Sénat, conclut la série des articles traduisant dans le droit français les 2., 3. et 4. de l'article 11 de la directive. Plus précisément, il complète les articles 16 et 17, qui transposent partiellement le 4. de cet article, relatif à la tenue de la première assemblée générale postérieure à une offre réussie.

De la même manière que les précédents, le présent article permet à chaque société de modifier ses statuts de façon à suspendre, lors de la première assemblée postérieure à la clôture d'une offre publique réussie, les « *droits extraordinaires* »⁽¹⁾ – aux termes mêmes de la directive – de nomination ou de révocation des mandataires sociaux (membres du conseil d'administration, de surveillance, du directoire, directeur général et directeurs généraux délégués) attachés à certains actionnaires. Cette suspension est toutefois conditionnée, comme le prévoit l'article 11 de la directive, au franchissement d'un seuil, dont la détermination est renvoyée au règlement général de l'AMF, mais qui ne pourra être supérieur à 75%. La logique et la simplicité militeraient pour qu'il soit identique à celui prévu par l'article 16.

La Commission a émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 18.

(1) Ce terme générique correspond à des cas très variés : droits renforcés à l'information, à la consultation, etc. dont il est difficile de dresser une liste exhaustive.

Article 19

(art. L. 233-40 du code de commerce)

**Information de l’Autorité des marchés financiers et clause de réciprocité
sur l’application par la société des articles L. 233-35 à L. 233-39
du code de commerce**

1. L’information obligatoire de l’AMF

L’article 19 a pour premier objectif de transposer l’objectif fixé par le 2. de l’article 12 de la directive, qui dispose que « *la décision est notifiée à l’autorité de contrôle de l’État membre sur le territoire duquel se trouve le siège social de la société [ici l’AMF] ainsi qu’a toutes les autorités de contrôle des États membres dans lesquels ses titres sont admis a la négociation sur des marchés réglementés ou dans lesquels une demande a cet effet a été introduite.* » En l’occurrence, la décision visée est celle, prise par l’assemblée générale, prévue à l’article 11 de la directive, consistant à prévoir dans les statuts de la société la levée des restrictions aux limites statutaires ou conventionnelles aux transferts de titres, aux droits de vote et aux droits extraordinaire de certains actionnaires de nomination ou de révocation.

Le dispositif proposé poursuit le légitime objectif de transparence et d’information de l’autorité de régulation, et par son intermédiaire du marché puisque l’AMF a obligation de publier cette information. À l’initiative du rapporteur de sa commission des Finances, le texte adopté par le Sénat prévoit explicitement de renvoyer au règlement général de l’AMF la détermination précise des conditions et modalités de cette information. La directive ne prévoit pas de subordonner l’obligation d’information à des conditions qui ne seraient pas déjà prévues par la loi.

Il va de soi que cette obligation d’information est dépourvue de sens pour ce qui concerne les mesures de neutralisation d’ordre public, c’est-à-dire celles qui suspendent obligatoirement le plafonnement des droits de vote par actionnaire, prévues par la nouvelle rédaction proposée par l’article 16 pour l’article L. 225-125, et celles qui rendent automatiquement inopposables les limitations statutaires au transfert de titres, prévues par le nouvel article L. 233-34.

Elle s’applique en revanche utilement à toutes les mesures de neutralisation des restrictions à caractère facultatif, que celles-ci prévoient l’inopposabilité en période d’OPA des restrictions conventionnelles au transfert d’actions (article L. 233-35) et la suspension des effets des clauses conventionnelles (article L. 233-36) et statutaires (article L. 233-37) à l’exercice des droits de vote, ou encore la suspension, pour la première assemblée générale postérieure à une offre publique réussie, des effets des clauses statutaires ou conventionnelles restreignant l’exercice des droits en vote (article L. 233-38) ou des droits extraordinaires de nomination ou de révocation dont bénéficient certains actionnaires (article L. 233-39).

À l'initiative du rapporteur pour avis de sa commission des Lois, le Sénat l'a logiquement étendue, par souci de parallélisme des formes et de bonne information des acteurs du marché, aux décisions statutaires contraires, qui mettraient fin à cette neutralisation desdites restrictions. Cet amendement a été adopté avec l'accord du Gouvernement, bien que la directive soit à cet égard lacunaire.

2. Une extension contestée de la clause de réciprocité

Par ailleurs, mais cette fois contre l'avis du Gouvernement, le rapporteur de la commission des Finances du Sénat a obtenu l'adoption d'un amendement substantiel, sous-amendé par le rapporteur pour avis de sa commission des Lois.

a) Le dispositif adopté

Cet amendement a globalement pour effet d'étendre l'application de la clause de réciprocité, limitée par l'article 11 du projet de loi originel à l'obligation d'obtenir l'approbation par les actionnaires des mesures anti-OPA, aux cas où un ou plusieurs initiateurs d'offres visent des sociétés qui ont volontairement décidé d'inclure dans leurs statuts la neutralisation – inopposabilité ou suspension, selon le cas – des effets de tout ou partie des restrictions facultatives au transfert de titres, à l'exercice du droit de vote, ou des droits extraordinaires de nomination ou de révocation de certains actionnaires.

Ce choix a été justifié par l'auteur de l'amendement par le fait que le principe de réciprocité revêt un caractère fondamental en ce qu'il permet d'établir une égalité des « *conditions de jeu* » des entreprises, pour reprendre le vocabulaire imagé employé par le rapport de M. Jean-François Lepetit, et constitue la contrepartie et l'incitation nécessaires à la « vertu » des entreprises, sans distinguer entre les dispositions des articles 9 et 11 de la directive.

L'amendement a été lui-même sous-amendé par la commission des Lois, saisie pour avis, dans le même sens que le dispositif de réciprocité prévu à l'article 12 du projet de loi. A ainsi été exclue la levée de la suspension, décidée facultativement, des restrictions si la société cible fait l'objet d'une offre émanant d'entités dont une au moins n'appliquerait pas les mêmes mesures, tout en agissant de concert avec la société cible.

b) Une opposition du Gouvernement, fondée sur des arguments juridiques et de fond

La compatibilité de cette extension de la clause de réciprocité avec la directive a été vigoureusement contestée par le Gouvernement, défavorable à cette proposition. Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie a en effet fait valoir que le Gouvernement avait décidé, conformément aux conclusions précitées du groupe de travail présidé par M. Jean-François Lepetit, de ne pas imposer aux entreprises, de manière obligatoire, les dispositions de l'article 11 sur les neutralisations des restrictions, au-delà des mesures d'ores et déjà connues en

droit français, pour « *éviter de nuire à la liberté contractuelle et à la bonne organisation de la stabilité du capital* ».

Or, selon l'analyse du Gouvernement, il ne faut pas oublier le lien logique existant entre transposition des articles optionnels et faculté de réciprocité : dans la mesure où l'article 11 de la directive n'est pas rendu obligatoire dans toutes ses composantes, la mise en oeuvre de la clause de réciprocité n'est pas nécessaire. Au demeurant, il est vrai que l'argument consistant à dire qu'une société appliquant facultativement l'article 11 de la directive serait injustement privée de la réciprocité doit être relativisé, dans la mesure où aucune société n'est obligée d'appliquer cet article si elle ou ses actionnaires n'y ont pas intérêt, à l'exception des dispositions déjà d'ordre public en droit français en application de la jurisprudence ou du règlement général de l'AMF.

Le ministre a ainsi souligné que, selon son analyse : « *en tout état de cause, la directive impose d'appliquer la réciprocité en bloc, ce qui signifie que, si la clause de réciprocité était mise en oeuvre, elle devrait l'être pour l'ensemble de l'article 11, y compris donc les deux mesures qui figuraient dans le règlement général ou la doctrine de l'AMF et que le présent projet de loi porte au niveau législatif* ». Dans ces conditions, étendre la clause de réciprocité devrait avoir pour conséquence de rendre obligatoires l'ensemble des simples facultés prévues par les articles L. 233-35 à L. 233-39, ce que personne ne souhaite.

Malgré l'opposition du Gouvernement, le rapporteur au fond du Sénat a préféré et obtenu l'adoption de l'amendement, de façon à « *exprimer clairement cette intention que soit étendue le plus largement possible la clause de réciprocité* », s'en remettant à la suite de la navette parlementaire pour régler l'éventuelle difficulté soulevée par le ministre en séance publique.

c) Quelle conclusion retenir ?

Du point de vue juridique, le 1. de l'article 12 de la directive prévoit la possibilité pour les États membres « *de ne pas imposer aux sociétés d'appliquer (...) l'article 11* ». De son côté, le 2. du même article dispose que « *lorsque des États membres font usage de la faculté prévue au paragraphe 1, ils donnent néanmoins aux sociétés (...) le choix réversible d'appliquer (...) l'article 11 (...)* ». Enfin, le 3. du même article dispose que « *les États membres peuvent (...) exempter les sociétés qui appliquent (...) l'article 11 d'appliquer (...) l'article 11, si elles deviennent l'objet d'une offre lancée par une société qui, quant à elle, n'applique pas ce(s) même(s) article(s) (...)* ».

On constate donc, qu'à aucun moment n'est explicitement autorisée une distinction au sein de l'article 11 entre ses paragraphes 2., 3. et 4., ni *a fortiori* au sein de chacun de ces trois paragraphes. C'est pourtant cette distinction, justifiée par le souci de la souplesse dans la transposition, qu'a retenue le projet de loi, avec la coexistence de régimes obligatoires et facultatifs, suivant la nature des

clauses et l'exclusion délibérée du cas des actions à droit de vote double « à la française ».

Le souhait d'élargir la clause de réciprocité n'apparaît donc pas nécessairement incohérent avec le fractionnement de l'application de l'article 11 prévue par le projet, et ne semble pas devoir conduire à rendre obligatoires toutes les neutralisations facultatives des restrictions. Cette obligation serait plutôt dictée par le souci de la cohérence du texte et des options retenues par le groupe de travail présidé par M. Jean-François Lepetit.

En revanche, sur le fond, il y a lieu de s'interroger sur la logique d'une disposition qui empêcherait une société d'appliquer des clauses statutaires suspendant, en cas d'OPA, des dispositifs relatifs à l'exercice des droits de vote de ses actionnaires, qu'elle a pourtant volontairement souhaité appliquer bien que, en tout état de cause, tel ne soit pas nécessairement son intérêt, sauf pour améliorer son image vis-à-vis de ses actionnaires éventuels, ou bien dans une perspective très globale de transparence et d'équité du marché.

En tout état de cause, le projet de loi ne vise pas à inciter particulièrement les sociétés à utiliser les dispositions facultatives des nouveaux articles L. 233-35 à L. 233-39, qui ont surtout pour objet de les fragiliser, mais seulement à leur permettre dans les cas particuliers où elles et leurs actionnaires le jugeraient utile. Permettre une application de ces dispositions de neutralisation statutaires des restrictions aux droits de vote, conditionnée à l'absence de mesures équivalentes dans l'entreprise qui la prend pour cible, pourrait au contraire constituer une incitation en ce sens, en en relativisant la portée. L'effet réellement obtenu pourrait donc être véritablement contreproductif.

Par ailleurs, se pose la question du caractère opératoire de la réciprocité telle qu'adoptée par le Sénat : en effet, elle conduit à ce que, dès lors que l'une des sociétés auteurs de l'offre n'applique pas l'une des neutralisations de restriction prévues par les articles 13 à 15, 17 et 18 du présent projet ou une mesure d'effet équivalent⁽¹⁾, que la société visée par l'offre avait décidé volontairement pour elle-même, celle-ci soit dégagée de l'obligation qu'elle s'est faite de neutraliser la restriction considérée, et elle seule ... Pour donner un exemple, si l'une des sociétés auteurs de l'offre n'applique pas la suspension statutaire des droits extraordinaires de nomination attachés à certains actionnaires lors de la première assemblée générale suivant une offre publique réussie, la société visée qui aurait décidé, pour sa part, cette suspension en cas d'OPA, devrait maintenir ces droits extraordinaires comme s'il n'y avait pas d'OPA. En revanche, si c'est la suspension des restrictions conventionnelles au droit de vote qu'elle a décidé d'insérer dans ses statuts, et non la suspension facultative des droits extraordinaires de nomination, la société visée ne pourra pas se prévaloir de la clause de réciprocité pour écarter cette suspension...

(1) Dont on peut supposer qu'il devrait s'agir d'une mesure également statutaire, alors que le domaine du statutaire dépend en grande partie de ce que la loi qualifie comme tel, et autorise ou non.

On imagine aisément les difficultés contentieuses qui se feront alors inévitablement jour : la réciprocité devra en effet être analysée de manière très fine, alors même que les droits ne seront pas analogues et qu'il faudra examiner les mesures de neutralisation à l'aune de l'« *équivalence* » des mesures, soumise à l'appréciation de l'AMF. La tâche de l'AMF ne sera donc pas des plus simples, d'autant qu'il est parfois nécessaire de sonder l'équivalence des mesures au-delà de leur lettre : le projet de loi fait ainsi, par exemple, le choix d'exclure la suspension des droits de vote doubles en considération du fait que ce régime n'est pas un régime de votes multiples au sens du 4. de l'article 11 de la directive... En conséquence, la protection réelle dont disposerait la société cible, croyant pouvoir s'appuyer sur la clause de réciprocité, pourrait se révéler limitée et trompeuse.

La Commission a émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 19.

Article 22 nouveau

(art. L. 235-2-1 du code de commerce)

Possibilité de ne pas prononcer la nullité d'une décision prise par une assemblée générale recourant au vote par télécommunications en cas d'incident mineur

Cet article additionnel, introduit à l'initiative du rapporteur de la commission des Finances du Sénat, avec l'avis favorable du Gouvernement, vise à faciliter le recours au vote électronique en assemblée générale introduit par le II de l'article L. 225-107, issu de la loi portant nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001.

Celui-ci dispose en effet que « *si les statuts le prévoient, sont réputés présents pour le calcul du quorum et de la majorité les actionnaires qui participent à l'assemblée par visioconférence ou par des moyens de télécommunication permettant leur identification et dont la nature et les conditions d'application sont déterminées par décret en Conseil d'État* ».

Le présent article a pour objet de substituer une annulation facultative, plus adaptable à chaque cas d'espèce, à la nullité impérative prévue par l'article L. 235-2-1, introduit par l'article 134 de la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière pour généraliser le principe de la nullité automatique des délibérations prises par les assemblées en violation des dispositions régissant les droits de vote qui sont attachés aux actions, en substitution à des sanctions pénales considérées unanimement comme inadaptées.

En effet, s'il y a contestation sur la manière dont le vote électronique s'est déroulé, le juge saisi doit pouvoir apprécier la situation, le bon déroulement des opérations de vote, la portée de l'incident et plus généralement les circonstances de l'espèce, pour prendre la décision qui lui semblera s'imposer, sans se voir contraint de déclarer systématiquement l'annulation des votes émis en assemblée générale, ou de ne rien faire.

Ainsi, dans le prolongement de la publication en septembre 2005 du rapport du groupe réuni à l'AMF sous la présidence de M. Yves Mansion sur l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, se trouverait écarté un risque juridique susceptible d'entraver la mise en œuvre et le développement des procédures de vote électronique, qui facilite le fonctionnement de ce qu'il est convenu d'appeler la « démocratie actionnariale ».

Cette orientation s'inscrit dans le prolongement des dispositions d'adaptation technologique du droit des sociétés introduites par l'article 5 de la loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie. Celui-ci prévoit en effet que, pour la tenue du conseil d'administration ou de surveillance, sauf disposition contraire des statuts et à l'exception des réunions annuelles d'examen des comptes, le règlement intérieur peut prévoir que sont réputés présents, pour le calcul du quorum et de la majorité, les administrateurs qui participent à la réunion par des moyens de visioconférence ou de télécommunication permettant leur identification et garantissant leur participation effective.

Elle rejoint enfin les préoccupations de la mission d'information de la commission des Lois sur le droit des sociétés, et confirme l'orientation retenue du choix de la sanction par la nullité facultative, laissée à l'appréciation du juge saisi résultant de la nouvelle rédaction de l'article L. 225-102-1, en cas d'omission d'informations relatives aux rémunérations exceptionnelles des dirigeants dont la présentation a été rendue obligatoire dans le rapport annuel de gestion.

Votre rapporteur s'interroge toutefois sur la cohérence du choix d'un champ aussi limité pour la modification retenue. Il considère que, même si le régime de nullité a été substitué à celui de la sanction pénale, il serait très préférable en cas d'irrégularités purement formelles sans conséquence sur le résultat du vote, de donner dans tous les cas au juge la liberté d'apprécier la nécessité d'annuler ou non la décision contestée de l'assemblée générale. Un régime général d'annulation facultative, laissant au juge une marge d'appréciation, pourrait alors utilement se substituer à celui de la nullité obligatoire, qui ne dispense nullement du recours au juge pour la faire prononcer, mais le lie entièrement en lui interdisant d'appliquer toute proportionnalité de la sanction civile à la faute.

*

Le **rapporteur** a présenté un amendement (**amendement n° 5**) proposant une nouvelle rédaction de l'article 22, introduit à l'initiative du Sénat, et tendant à substituer une annulation facultative, plus adaptable à chaque cas d'espèce, à la nullité impérative prévue actuellement par l'article L. 235-2-1 du code de commerce en ce qui concerne l'ensemble des délibérations prises par les assemblées en violation des dispositions régissant les droits de vote qui sont attachés aux actions.

La Commission a *adopté* cet amendement.

Elle a ensuite émis un *avis favorable* à l'adoption de l'article 22 *ainsi modifié*.

*

* *

Puis la Commission a émis un avis favorable à l'adoption de l'ensemble des articles du projet de loi dont elle s'est saisie pour avis, modifiés par les amendements qu'elle a adoptés.

AMENDEMENTS ADOPTES PAR LA COMMISSION

Article 11

(art. L. 233-33 du code de commerce)

Amendements n^{os} 1 et 2 présentés par M. Xavier de Roux, rapporteur pour avis :

- Dans la dernière phrase du premier alinéa de cet article, après les mots : « de ces mesures », insérer les mots : « , appréciée en tenant compte de l'ensemble des dispositions législatives, réglementaires, conventionnelles et statutaires relatives au contrôle du capital, applicables à chacune des entités auteurs de l'offre publique, ».

- Compléter le dernier alinéa de cet article par la phrase suivante :

« Dans ce cadre, l'assemblée générale peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire, pour une durée maximale de dix-huit mois, les pouvoirs nécessaires à la réalisation pendant la période d'offre d'une augmentation de capital réservée, sous le contrôle de l'Autorité des marchés financiers et pour un prix au moins égal à celui de la dernière offre publique. »

Article 16

Amendement n^o 3 présenté par M. Xavier de Roux, rapporteur pour avis :

Compléter le dernier alinéa de cet article par les mots : « , au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts ».

Article 17

(art. L. 233-38 du code de commerce)

Amendement n^o 4 présenté par M. Xavier de Roux, rapporteur pour avis :

Compléter cet article par les mots : « , sans pouvoir atteindre le seuil prévu par le dernier alinéa de l'article L. 225-125 ».

Article 22

Amendement n^o 5 présenté par M. Xavier de Roux, rapporteur pour avis :

Rédiger ainsi cet article :

« L'article L. 235-2-1 du code de commerce est ainsi rédigé :

« *Art. L. 235-2-1.* — Les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote attachés aux actions peuvent être annulées. » »

ANNEXE

CHOIX DE TRANSPOSITION PAR LES AUTRES ÉTATS MEMBRES

Intention/position des États membres	Processus de transposition engagé ou prévu	Application de l'article 9	Application de l'article 11	Clause de réciprocité
Allemagne	oui	nc	nc	oui
Autriche	oui	oui	non	nc
Belgique	non	nc	nc	nc
Danemark	oui	non	non	oui
Espagne	oui	nc	nc	nc
Finlande	oui	non	non	nc
Grèce	oui	oui	oui	oui
Irlande	oui	oui	non	nc
Italie	oui	nc	nc	nc
Luxembourg	oui	nc	nc	nc
Pays-Bas	oui	non	non	oui
Portugal	non	nc	nc	nc
Royaume-Uni	oui	oui	non	non
Lituanie	oui	oui	oui	non
Slovaquie	oui	oui	non	non
Hongrie	oui	oui	non	oui
Suède	oui	oui	non	non
République Tchèque	oui	oui	non	non

Source : ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie

PERSONNES ET ORGANISMES AUDITIONNÉS

Ministère de l'économie, des Finances et de l'Industrie - Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE) :

- M. Jean-Baptiste MASSIGNON, sous-directeur du financement et de la compétitivité des entreprises,
- Mme Carine KRAUS, adjointe au chef du bureau épargne et marchés financiers,
- M. Jean-François CORMAILLE de VALBRAY, conseiller juridique, magistrat.

Association française des entreprises privées (AFEP) :

- M. Alexandre TESSIER, directeur général,
- M. Jean-Charles SIMON, directeur,
- Mme Odile de BROSSES, directeur adjoint du service juridique

Mouvement des entreprises de France (MEDEF) :

- M. Bernard FIELD, président de la commission juridique,
- Mme Joëlle SIMON, directrice des affaires juridiques,
- Mme Agnès LEPINAY, directrice des affaires économiques,
- Mme Karine GROSSETETE, responsable des relations avec le Parlement.

Cabinet Bredin-Prat :

- M. Didier MARTIN, avocat.

N° 2727 – Avis présenté au nom de la commission des lois sur les articles 4, 6, 9 à 19 et 22 du projet de loi, adopté par le Sénat, (n° 2612), relatif aux offres publiques d'acquisition (M. Xavier de Roux)