

# Approche comparée des dispositifs anti-OPA en Europe à la lumière de la directive sur les OPA

Viviane De Beaufort

► **To cite this version:**

Viviane De Beaufort. Approche comparée des dispositifs anti-OPA en Europe à la lumière de la directive sur les OPA . ESSEC Working paper. Document de Recherche ESSEC / Centre de recherche de l'ESSEC. ISSN : 1291-9616. WP 1508. 2015. <hal-01240851>

**HAL Id: hal-01240851**

**<https://hal-essec.archives-ouvertes.fr/hal-01240851>**

Submitted on 9 Dec 2015

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

---

*Approche comparée des dispositifs anti-OPA en  
Europe à la lumière de la directive sur les OPA*

---

RESEARCH CENTER  
ESSEC Working Paper 1508

2015

Viviane de Beaufort

## **Dispositifs anti-OPA, Directive de 2004 et Loi Florange– Approche comparée**

Viviane de Beaufort, Professeure à l'ESSEC, co-directrice du CEDE  
Avec une aimable relecture de Louis Janicot et Camille Toumelin

La directive européenne 2004/25/CE sur les OPA a imposé la transparence sur la structure du capital et les dispositifs anti-OPA, qu'ils soient des obstacles à l'accès au capital, à l'exercice du contrôle au niveau de l'assemblée générale ou du conseil d'administration. La comparaison en droit permet d'établir que les pays tolèrent ou non cette panoplie de « poison pills » de manière diverse en fonction de leur tradition de gouvernance. Quatre modèles peuvent être ainsi distingués regroupant les Etats membres de l'Union Européenne des plus ouverts au plus fermés. La Commission européenne a montré sa volonté d'harmoniser les défenses et de limiter les obstacles aux offres publiques en instaurant dans le texte un dispositif assurant outre la transparence (article 10), la neutralisation du dirigeant en cas d'offre (article 9) et la limitation des défenses (article 11). Mais il apparaît clairement que l'article 12 de la directive ajouté après des négociations avec le Parlement européen et les Etats permet des « arrangements » et limite le « level playing field ». Depuis, la France, au travers de la loi Florange de 2013, a consacré entre autres le droit de vote double et l'abandon de la neutralité de la direction ; mais le succès auprès des entreprises est très mitigé car les investisseurs et actionnaires ont très largement utilisé le vote de résolutions allant à l'encontre du texte.

**Mots clés :** OPA, Florange, Droit de vote, Europe, Directive, Harmonisation, Assemblée générale, Actionnariat.

The European directive 2004/25/CE on take-over bids imposed the transparency on the structure of the capital and the anti-EPO measures, either obstacles to the access to the capital, or to the exercise of the control at the level of the general assembly or of the board of directors. The comparative law allows to establish that countries tolerate this outfit of "poison pills" in diverse ways according to their tradition of governance. Among European countries, four models can be distinguished, from the most open to the most closed. The European Commission showed its will to harmonize the defenses and to limit the obstacles to bids by establishing in the text a device assuring, besides the transparency (article 10), the neutralization of the leader in case of offer (article 9) and the limitation of the defenses (article 11). But it seems clearly that the article 12 of the directive, added after negotiations with the European Parliament and the States, allows "arrangements" and limits the "level playing field". Since then, France, through the Florange law of 2013, dedicated among others the double voting right and the relinquishment of the neutrality of the management; but the success with companies is very reserved because the investors and the shareholders have very widely used the vote of resolutions going against the text.

**Keywords:** EPO, Florange, Voting right, Europe, Directive, Harmonisation, General assembly, Shareholding.

## Introduction :

En France, les OPA sont de retour depuis l'été 2013 et largement transnationales, les opérations d'acquisition secouent un marché, demeure atone depuis un moment. Dans ce contexte, la loi Florange qui renforce certains dispositifs protecteurs d'offres hostiles : droit de vote double systématisé, abandon de la neutralité de principe du conseil, avis obligatoire renforcé du CE avant toute offre... rend pertinente une réflexion sur le niveau de protection des dispositifs anti-OPA. De fait, la directive sur les OPA de 2004<sup>2</sup>, sur la question spécifique des dispositifs anti-OPA, a eu une portée limitée permettant aux Etats d'adopter des systèmes assez divers et créant des règles de marché à géométrie variable.

### Analyse de la directive OPA de 2004

La Commission, dans ses travaux sur l'harmonisation des règles de déroulement des OPA, préconisait que les obstacles aux offres soient le plus limités possible. Partant, elle érigeait un principe de neutralisation des dirigeants (article 9), la limitation des dispositifs préventifs (article 11) et une exigence de transparence (article 10) permettant au marché d'identifier la structure de capital et les dispositifs statutaires et contractuels susceptibles de freiner ou bloquer une offre. Cet article 10, maintenu en l'état après maintes négociations permet d'avoir une vision assez claire de la structure du capital d'une société cotée et des dispositifs préventifs d'OPA hostiles.

Certains Etats membres, ainsi que le Parlement Européen, ont souhaité largement nuancer cette approche, interpellant le cœur de leur système de gouvernance collective d'entreprise et des dispositifs de droit des sociétés ancrés dans leurs systèmes nationaux. Ces « nuances » interfèrent largement sur la portée utile de la directive du 21 avril 2004 puisqu'un article 12 –ajouté qui porte le nom éducatif d' « Arrangements facultatifs » donne la faculté aux Etats Membres de déroger aux articles 9 et 11, neutralisant le texte ; d'autant qu'une réserve optionnelle dite de « réciprocité » a été ajoutée.

A priori, le dispositif se déroule ainsi :

L'article 9, §1, a) de la directive prévoit que l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires visée doit être donnée préalablement à toute action visant à contrer une OPA. Or, nombre des sociétés européennes s'écartent de cette philosophie. Par exemple, le contrôle est souvent entre les mains du CA et/ou d'une minorité d'actionnaires du fait de l'existence de plusieurs catégories d'actions assorties de droits de vote différenciés (limitation générale du droit de vote de certains actionnaires, droit de contrôle spécial, attribué aux détenteurs d'une catégorie de titres donnée (actions spécifiques ou golden shares) ou au CA, conventions de vote (ou voting trusts), structures pyramidales, participations circulaires et croisées). De même, l'article 9 confirme le principe selon lequel le CA doit rendre public son avis motivé sur l'offre et s'il y est hostile, n'a comme moyen d'agir que la sollicitation d'offres concurrentes.

L'article 11 concerne la neutralisation des dispositifs préventifs : s'il n'éradique pas de facto les « *poison pills* », il prévoit que l'offrant qui a réussi à acquérir une partie substantielle du capital (75%), supportant le risque ultime d'une société dans le cadre d'une OPA, doit pouvoir neutraliser les mécanismes de nature à

---

<sup>2</sup>Directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les OPA (JOUE du 30 avril 2004).

l'empêcher d'exercer un contrôle proportionnel à la participation qu'il détient. L'auteur de l'OPA en cours a donc le droit de convoquer une assemblée à bref délai, afin de faire éliminer des statuts de la société les « scories » qui l'empêcheraient d'exercer son pouvoir de contrôle et de direction dont d'éventuels pactes d'actionnaires.

Le principe à échelle de l'Union est donc celui du libre jeu des OPA. Mais, après de nombreux débats, le PE interviendra<sup>3</sup> avec un amendement qui dans le texte final est l'article 12 sur les « Arrangements facultatifs ». Celui-ci dispose que :

1. Les États membres peuvent se réserver le droit de ne pas demander aux sociétés visées à l'article 1er, paragraphe 1, dont le siège se trouve sur leur territoire, d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11.

2. Lorsque des États membres font usage de la faculté visée au § 1, ils doivent donner aux sociétés dont le siège se trouve sur leur territoire le choix réversible d'appliquer ou non l'article 9, § 2 et 3, et/ou l'article 11, sans préjudice des dispositions de l'article 11, § 6. Une décision dans ce sens doit être prise lors de l'AG, conformément à la législation applicable sur le territoire dans lequel se trouve le siège de la société et aux règles applicables à la modification des statuts de la société. La décision doit être notifiée à l'autorité de contrôle de l'État du siège de la société ainsi qu'aux autorités de contrôle de tous les États membres dans lesquels ses titres sont admis à être négociés ou dans lesquels une demande à cet effet a été introduite.

3. Les États membres peuvent, dans les conditions fixées par la législation nationale, exempter les sociétés qui appliquent l'article 9, § 2 et 3, et/ou l'article 11 d'appliquer l'article 9, § 2 et 3, et/ou l'article 11 si elles font l'objet d'une offre lancée par une société qui n'applique pas ces mêmes articles ou une société contrôlée par une telle société, conformément à l'article 1er de la directive 83/349/CEE.

Ainsi, différents cas de figure sont envisageables et les États ne se sont pas fait prier pour choisir le modèle correspondant le mieux à leur conception juridico-culturelle de ce qui constitue une bonne gouvernance d'entreprise<sup>4</sup>.

## **Les dispositifs**

Les dispositifs peuvent être anticipés et concerner l'accès au capital, l'exercice du contrôle lié en principe à la détention du capital la jouissance des actifs de la société cible, ou peuvent être déclenchés au moment de l'officialisation de l'offre qualifiée d'hostile.

### ***Une transparence imposée par l'article 10 de la directive OA***

L'article 10 impose la transparence sur la structure du capital et les dispositifs susceptibles de constituer des mesures anti-OPA : des déclarations annuelles sont requises des sociétés cotées (dans le rapport annuel), auxquelles s'ajoutent les éventuelles déclarations de franchissement de seuils imposés par la directive du 12 décembre 1988 (modif. par la directive 2003/0045). Des informations sur les points suivants sont exigées:

- structure du capital

---

<sup>3</sup> A5-0469/2003, 8 décembre 2003- RAPPORT sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition (COM(2002) 534 – C5-0481/2002 – 2002/0240(COD)) Commission juridique et du marché intérieur- Rapporteur: Klaus-Heiner Lehne.

<sup>4</sup> - V.de Beaufort, Gouvernance d'entreprise en Europe, Paris, Economica, Coll. Droit des Affaires, 2006.

- restrictions au transfert de titres ou au droit de vote éventuellement prévues dans les statuts
  - droits de contrôle spéciaux et leurs détenteurs
  - accords entre actionnaires connus de la société
  - accords importants auxquels la société est partie
  - accords entre la société et ses dirigeants ou employés qui prévoient des indemnités en cas de licenciement sans justification ou à la suite d'une OPA.
- Par ailleurs, certains Etats exigent des sociétés pour lesquelles il existe des motifs raisonnables de penser qu'elles préparent une OPA, seules ou de concert, de rendre publiques leurs intentions (« anti-rumeur » : Art. 222-22 et s. RG AMF).

### ***Typologie des défenses***

Dans la majorité des cas, les entreprises ont, selon la liberté que leur laissait leur droit national, mis en place plusieurs procédés qui interviennent en complémentarité ; d'autre part, les entreprises préfèrent certaines protections selon le degré d'efficacité, mais aussi la capacité à les faire adopter en AG. Ainsi, pas de droit de vote multiples en Allemagne depuis près de 12 ans, alors qu'ils sont très répandus en Scandinavie, etc. Il est aussi plus facile de prévoir, dans un contrat de cession de droits de propriété industrielle, une clause de changement de contrôle qui fait perdre une licence de brevet utile à l'activité de l'entreprise convoitée que de faire voter en AG un dispositif de limitation des droits de vote à 15%. De même, le recours à un chevalier blanc, avec qui il a été pré-convenu d'une intervention en cas d'offre hostile est a priori aisé, sauf que celui-ci peut revendiquer de se mêler de stratégie et d'être représenté au CA ou au CS devenant alors un chevalier singulièrement gris. Dernier exemple, les pactes d'actionnaires ont une efficacité réduite puisque la jurisprudence n'accorde, en cas de violation, que des dommages et intérêts. Bref, il n'y a pas de défense parfaite, ni de défense qui n'aurait pas d'impact sur le pouvoir des dirigeants.

Classification en 5 grandes catégories des défenses

<p><b>OBSTACLES A L'ACCES AU CAPITAL</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· Plafonnement des participations</li> <li>· Actions spécifiques octroyant un droit d'agrément, de veto en cas de cessions d'actifs</li> <li>· Restrictions à la cessibilité des actions</li> <li>· Défaut d'accès aux actions sous-jacentes (certificats représentatifs d'actions négociés, et non les actions sous-jacentes)</li> <li>· Réduction du capital social disponible par rachat par la société de ses actions, participations croisées ou structures pyramidales.</li> </ul>
<p><b>OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE AU NIVEAU DE L'ASSEMBLEE GÉNÉRALE</b></p> <p>Limitations affectant l'exercice des droits de vote</p> <p>Actions à droit de vote multiple</p> <p>Actions sans droit de vote</p> <p>Quorum différents lorsque la loi le permet</p> <p>Pactes d'actionnaires</p>
<p><b>OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE AU NIVEAU DU CONSEIL</b></p> <p>Structure duale</p> <p>SCA</p> <p>Actions assorties d'un droit spécial de nomination des membres du conseil</p> <p>Mandats des membres du Conseil renouvelable par tranches</p>

Conditions spécifiques d'éligibilité au Conseil (super majorité) Parachutes dorés
OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE SUR LES ACTIFS DE LA SOCIÉTÉ Cession et transfert partiel d'actifs Convention de dettes empoisonnées Convention de cession de contrat (ex : licence de brevet) Acquisitions d'actifs protégés par une réglementation sectorielle Taille de l'entité déclenchant un contrôle des concentrations européen, national
OBSTACLES POSTERIEURS AU DECLENCHEMENT D'UNE OFFRE Rachat d'actions Augmentation de capital autorisée préalablement (ex : bons Breton) Emission d'actions avec droit préférentiel de souscription réservés à des mains amies, ou au personnel (ESOP) Actions Contentieuses Recours à un "Chevalier blanc" Rachat de la participation de l'offrant Défense "pacman"

\* Ces contrats d'endettement se répandent: la cible insère dans ses contrats des clauses de remboursement immédiat. Certains auteurs s'interrogent sur la compatibilité avec l'intérêt social.

Comment se déclinent ces dispositifs lors que le management qualifie une offre comme hostile? Il est possible en simplifiant de distinguer quatre systèmes.

***La solution ouverte des Etats Baltes***

Par souci d'attractivité: transposition des articles 9 et 11 et non transposition de l'exception de réciprocité. Avec une variante en Italie qui ouvre le jeu mais conserve l'exception de réciprocité.

***La solution « britannique »***

Une approche libérale qui confirme une règle de neutralité du Conseil mais prévoit le maintien de clauses statutaires organisant des restrictions au transfert de titres et des restrictions sur la propriété des actions si elles ont été votées en AG. (Systèmes proches : Irlande, Autriche, République tchèque, Suède, Finlande, Slovaquie, Malte) : Transposition de l'article 9 mais non transposition de l'article 11 et non transposition de l'exception de réciprocité.

***La solution « rhénane »***

La plus protectrice, elle sévit dans les Etats pratiquant la gouvernance duale et, permet de mener des actions de défense, si le Directoire est soutenu par le Conseil de Surveillance, au nom de l'intérêt stratégique de l'entreprise sans passer par une AGE. En Allemagne et dans l'ensemble de ces pays (Danemark, Pays-Bas, Luxembourg, Pologne, mais aussi dans une certaine mesure Belgique), l'entreprise est une collectivité sociale et le management en est le garant donc dispose d'une marge de manœuvre importante: non transposition des articles 9 et 11. Le pays le plus fermé étant les Pays-Bas, « Delaware » européen.

***La solution à la « française » lors de la transcription de la directive en 2006***

Un libre jeu des OPA officiel, mais la possibilité de faire jouer des défenses préventives. Neutralité du management (article L.233-32 du Code de commerce), mais les mesures préventives susceptibles de faire échouer l'offre demeurent partiellement : exemple, les «Bons Breton » (article L. 233-32, II du Code de

commerce) qui, votés par avance, permettent une augmentation de capital sans AGE. Et la France a opté pour l'exception de « non réciprocité ». Systèmes proches : Espagne, Portugal, Slovénie, Grèce, Chypre, Hongrie - Transposition de l'article 9 mais non transposition de l'article 11 et exception de réciprocité

### ***Protection versus signal du marché***

Si le marché perçoit un signal de fermeture d'une société, un risque de décote est patent car la société n'attirera que des investisseurs passifs. On citera les efforts de sociétés des Pays Bas, telle Philips qui a limité son arsenal impressionnant de *poison pills*, dûment autorisées par le droit (code civil II et jurisprudence sur l'intérêt stratégique- cf. Gucci /LVMH) mais limitant son attractivité. La question essentielle demeure celle de la capacité de la société à attirer des investisseurs. Autre exemple, les bons Breton fort en vogue en France et désormais utilisés à peine par 7,5 % des sociétés du CAC 40. C'est à l'aune de cette préoccupation que nous examinons à présent la modification de l'équilibre du système réalisé par la loi Florange.

La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 (JO du 1er avril 2006)<sup>5</sup>, modifiant le Code de commerce qui a transposé la directive sur les OPA<sup>6</sup> a rendu obligatoire l'art. 9 de la directive avec l'art. L 233-32 du Code de commerce (art. 12 de la loi n° 2006-387 du 31/03/2006 relative aux offres publiques d'acquisition, J.O.1/04/06) qui prévoit que pendant la période d'offre publique, le conseil ou le directoire doivent obtenir l'autorisation préalable de l'assemblée pour prendre une mesure visant à faire échouer l'offre (hormis la recherche d'autres offres). La France n'applique en revanche qu'en partie l'article 11 : les restrictions statutaires relatives au transfert des actions (agrément, préemption, etc.) sont inopposables à l'auteur de l'offre (art. L. 233-4 C.com.), la limitation du nombre des voix par actionnaire (art. L. 225-125, al. 2) est suspendue, lors de la première AG qui suit la clôture de l'offre, lorsque l'auteur de l'offre détient une fraction de capital ou des droits de vote supérieure aux deux tiers, art. 231-43 RG AMF). Et, la France applique l'exception de réciprocité.

### **En pratique :**

Les études annuelles menées, notamment par les cabinets Bredin Prat ou Herbert Smith<sup>7</sup> permettent d'identifier les dispositifs le plus souvent utilisés par les entreprises du CAC 40.

- Stipulation de clauses de changement de contrôle dans les contrats commerciaux ou partenariats qui concernent environ la moitié des sociétés du CAC 40 (notamment Accor, Alstom, Cap Gemini, Saint Gobain)
- Localisation d'actifs stratégiques dans une SAS pour Renault où toute prise de participation dans Renault fait passer le contrôle d'une JV néerlandaise et de la SAS à une fondation de droit néerlandais pendant 2 ans
- Stipulation d'une obligation de déposer une offre sur les filiales du groupe au-delà de l'offre sur la holding : groupe Lafarge composé de plusieurs sociétés cotées sur des marchés internationaux (Lafarge NorthAmerica aux Etats Unis, Lafarge Canada Inc.)
- Participation dans certains secteurs d'activités réglementés requérant une autorisation administrative en cas de changement de contrôle (médias, banque,

---

<sup>5</sup> DEFENSES ANTI-OPA -Le nouveau régime, Association Nationale des Sociétés par Actions, Décembre 2006 n° 06-061.

<sup>6</sup> Note 1

<sup>7</sup> Panorama des défenses anti-OPA des sociétés du CAC 40, Herbert Smith Freehills 2011, 2012, 2013, 2014.



assurance, services d'investissement, secteurs d'activités sensibles): par exemple, un changement de contrôle de Bouygues peut remettre en cause l'autorisation d'exploiter TF1.

-Stipulation de plafonnement de droits de vote (15% des sociétés du CAC 40) : Danone (limitation à 6% ou 12% en cas de droit de vote double), Pernod Ricard (30%), Total (10 ou 20% en cas de droit de vote double)

- Actionnariat salarié important, les salariés étant réticents à apporter leurs titres à une offre publique hostile ; cela concerne 25% des sociétés du CAC 40 avec des taux record chez Eiffage ou dans une moindre mesure Bouygues.

- BSA votés en AGE, à majorité simple et à des conditions de quorum allégées (1/5 sur première convocation, absence de quorum sur la deuxième) avec délégation au CA (18 mois): Véolia ou Essilor pour 25% du capital social.

### **Etude de la loi Florange en matière de dispositifs anti-OPA**

Dans ce contexte, il convient à présent de s'interroger par sur les objectifs de la loi Florange et ses effets potentiels. Après quelques discussions et amendements ainsi qu'une censure partielle du Conseil Constitutionnel<sup>8</sup>, le dispositif a été amendé et, parmi les dispositifs, trois sans doute méritent attention.

#### **La systématisation du double droit de vote**

La loi Florange<sup>9</sup> systématisé le double droit de vote<sup>10</sup> dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, pour les actions libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom de l'actionnaire, ainsi que pour les actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa de l'article L. 225-123 du Code de commerce. Les actionnaires peuvent déroger à cette règle, en votant une résolution postérieure à la loi<sup>11</sup>.

Quelles conséquences potentielles ? En pratique, le double droit de vote est largement pratiqué comme dispositif de fidélisation de l'actionnaire (art. L 225-123 et 225-124 Code commerce) : en 2012, il était utilisé dans 52,5 % des sociétés du CAC 40, dans 58 % de l'ensemble des sociétés du CAC 40 et du SBF 120, dans 68 % des sociétés du SBF 250. Les droits de vote doubles permettent d'accroître l'influence des actionnaires "historiques" dont l'engagement sur le long terme constitue la garantie d'un financement pérenne et d'une stratégie créatrice de valeur. Il a par ailleurs été démontré lors du débat « one share-one vote » avec la

---

<sup>8</sup> Laurence FIN-LANGER, Que reste-t-il de la loi Florange après la censure du Conseil constitutionnel ? Revue des procédures collectives 2014, n° 3.

<sup>9</sup>[http://www.liberation.fr/economie/2013/10/01/la-proposition-de-loiflorange-votee-en-premiere-lecture-a-l-assemblee\\_936123](http://www.liberation.fr/economie/2013/10/01/la-proposition-de-loiflorange-votee-en-premiere-lecture-a-l-assemblee_936123) - [http://www.assemblee-nationale.fr/14/dossiers/redonner\\_perspectives\\_emploi\\_industriel.asp#PDT](http://www.assemblee-nationale.fr/14/dossiers/redonner_perspectives_emploi_industriel.asp#PDT)

<sup>10</sup> Stéphane TORCK, L'attribution automatique du droit de vote double, Droit des sociétés n° 7, Juillet 2014, dossier 7.

<sup>11</sup> À titre d'exemple, Euler Hermes (assemblée générale convoquée pour le 28 mai 2014) et Nexity (assemblée générale convoquée pour le 20 mai 2014), ont soumis au vote de leurs actionnaires une résolution tendant à supprimer le droit de vote double prévu à l'article L. 225-123 du Code de commerce. À noter également que de nombreuses sociétés de l'indice CAC 40 avaient prévu dans leurs statuts un droit de vote double préalablement à l'adoption de la Loi Florange (notamment : Accor (cf. art. 25 des statuts), Axa (cf. art. 25 des statuts), Danone (cf. art. 26-II des statuts), LVMH (cf. art. 23 des statuts), Lafarge (cf. art. 30-1 des statuts), L'Oréal (cf. art. 12.4 des statuts), Sanofi (cf. art. 9-3 des statuts), Pernod Ricard (cf. art. 33, III des statuts), PPR (cf. art. 20 des statuts), Publicis (cf. art. 21 des statuts), Saint-Gobain (cf. art. 18 des statuts), Schneider Electric (cf. art. 24 des statuts), Société Générale (cf. art. 14 des statuts), Technip (cf. art. 12 des statuts) et Total (cf. art. 18 des statuts).

Commission que les OPA ne sont pas moins fréquentes en France que dans d'autres États qui ne les utilisent pas. Cependant, d'un point de vue conceptuel, c'est une atteinte à la « démocratie actionnariale ». L'équilibre réalisé par l'article L. 225-123 du Code de commerce, à partir d'une exception, largement pratiquée mais qui théoriquement demeurerait l'exception au principe un titre-une voix<sup>12</sup> semblait satisfaire les parties prenantes. La nouvelle solution imposée semble discutable, car elle rompt l'équilibre entre principe et exception qui avait plus ou moins fait taire, en France, les voix en faveur d'un strict « one share –one vote <sup>13</sup> ». Cet équilibre remis en question<sup>14</sup> a donné aux opposants l'occasion d'exiger des entreprises qu'elles renoncent statutairement à la généralisation<sup>15</sup>. En 2014, 8 sociétés cotées ont ainsi fait voter une résolution renonçant au double droit de vote, à des pourcentages supérieurs à 99% (Eutelsat, Klépierre, M6, Nexans, Nexity, Rubis, Saft). Seul Alstom n'a pu faire adopter une clause pour conserver des droits de vote simple, clause justifiant par le fait « qu'il apparaît que le marché, et notamment les agences de conseils en vote et les investisseurs institutionnels expriment des réticences à l'égard des droits de vote doubles ». La majorité de 52,01% a conduit au rejet<sup>16</sup>. En 2015, sur les quatorze sociétés du CAC 40 concernées, onze sociétés ont inscrit à leur ordre du jour une résolution visant à restaurer le principe « une action, une voix »<sup>17</sup>. La surveillance des consignes de vote par les activistes et la prolifération de résolutions en AG sur le sujet attestent du fait qu'un statu quo aurait été plus sage<sup>18</sup>. Les mois passant, un débat sous-jacent s'élève : le dispositif permet à l'Etat de conserver dans certaines entreprises de conserver une forte influence en limitant son pourcentage de titres. Il ne s'agit donc pas tant de fidéliser l'actionnaire minoritaire que de permettre de céder une partie du portefeuille public de titres géré par l'APE, portefeuille estimé à 100 milliards d'Euros, en conservant la possibilité d'influer sur la stratégie d'entreprise : voir les débats intervenus pour Vivendi, le cas Engie où l'Etat peut vendre 11% de ses actions<sup>19</sup> et enfin, Renault, où l'Etat est monté de 15% à 19,7% des parts pour bloquer la résolution de refus sur le double droit de vote. Ce sujet sensible du conflit entre l'Etat actionnaire et l'Etat stratège défraie la chronique<sup>20</sup>.

### **Le renversement du principe de neutralité du conseil**

L'abandon du principe de neutralité du CA est a priori un changement symbolique de gouvernance important et les proxies ne s'y sont pas trompées ayant été très actifs pour le contrer pendant la saison des AG 2015. Il s'avère qu'il demeure en

<sup>12</sup> - M. Storck et Th. de Ravel d'Esclapon, Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français ? Bull. Joly Sociétés 2009, p. 90.

<sup>13</sup> One Share - One Vote: A European Rule? Guido Ferrarini, Law School, University of Genoa and ECGI (ECGI Law Series 058/2006) January 2006.

<sup>14</sup> - Hervé LE NABASQUE L'inversion du droit de vote double dans les sociétés cotées, Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2013 ; Alain COURET, Le retour du débat sur le droit de vote double : JCP E 2013, 1518.

<sup>15</sup> Voir les positions fort claires à cet égard de Proxinvest, par exemple.

<sup>16</sup> Données de Capitalcom - Grand prix de l'AG 2014.

<sup>17</sup> Données de Capitalcom- Grand prix de l'AG 2015.

<sup>18</sup> Alain Couret, Le retour du débat sur le droit de vote double La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 39, 26 Septembre 2013, 1518.

<sup>19</sup> Soit à ce jour un gain de 5 milliards d'euros, en conservant 1/3 des droits de vote.

<sup>20</sup> Actes du Colloque du 8 avril 2015 « Attractivité de la place financière de Paris » organisé par D&C, le CEDE-ESSEC et Capitalcom, RTDF juillet 2015- propos de Didier Martin ; Conférence organisée par la FFA le 5 juin 2015 au Cercle France-Amériques- débat entre Dominique de la Garanderie, Jean Louis Beffa et Viviane de Beaufort ; La loi Florange au service de l'Etat actionnaire, jeudi 16 avril Muriel Motte.

grande partie symbolique, puisque d'une part, l'examen des résolutions en AG établit sans surprise que nombre de Résolutions allant à l'encontre de la loi ont été largement votées ; d'autre part, que certains dispositifs permettant à la direction d'agir sans l'intervention d'un vote en AGE, les bons « Bretons » par exemple ont été abandonnés en grande partie, car considérés par les actionnaires, comme une rupture avec le principe de neutralité managériale qui demeure plébiscité. L'analyse des Résolutions faite par CapitalCom permet d'identifier que, si la majorité des sociétés du CAC 40 respectent les injonctions des proxys sans faire référence à la possibilité qui est offerte par la loi, certaines telles l'Air Liquide s'inscrivent en opposition à la loi Florange : « Dans le cadre du nouveau régime de la loi du 29 mars 2014 dite "loi Florange", le Conseil d'Administration a souhaité maintenir la possibilité pour les actionnaires de se prononcer sur le rachat d'actions en cas d'offre publique. »<sup>21</sup>

### **L'avis renforcé du comité d'entreprise**

Enfin, le comité d'entreprise (CE) de la société faisant l'objet de l'offre est informé puis consulté, dans un délai d'un mois à compter du dépôt du projet d'OPA et avant que le conseil d'administration ou de surveillance ne délivre son avis officiel. Il peut bénéficier de l'assistance d'un expert et, dans la semaine suivant le dépôt du projet d'offre, procéder à l'audition de l'initiateur sur sa stratégie et les répercussions en matière d'emploi notamment. Un recours judiciaire est ouvert au CE: « en l'absence d'éléments d'information suffisants », les membres du CE peuvent saisir le juge (Président du TGI) qui devra statuer en la forme des référés et en dernier ressort dans un délai de huit jours sans que sa saisine ne prolonge le délai dont le CE disposera pour rendre son avis, sauf décision du juge de prolonger ce délai en cas de « difficultés particulières d'accès aux informations nécessaires à la formulation de l'avis ».

### **Bilan provisoire**

Au final, un paradoxe surgit : le texte semble créer un effet d'annonce, inspiré par le souci de protéger les entreprises cotées française, mais ne donne guère une capacité améliorée à bloquer une OPA vécue comme hostile. Ainsi, la Loi Florange en la matière adresse aux investisseurs étrangers, un signal de fermeture assez préoccupant, alors qu'on le qualifie désormais sur la place française de « non –événement » (excepté pour les quelques cas où l'Etat est actionnaire- cela a été évoqué). Et si, nous situant dans une perspective plus globale, on ajoute l'interventionnisme de l'Etat dans les opérations, cette vague de protectionnisme qui ne dit pas son nom peut être mal perçu. Enfin, il est important d'évoquer rapidement les possibilités de « forum shopping » en Europe. Même si la solution d'un transfert de siège n'est pas des plus aisée, elle n'est pas exclue. La directive sur les OPA prévoit que l'autorité compétente est déterminée en fonction du lieu où les titres de la société visée sont admis à être négociés. S'il n'y a pas coïncidence siège-marché, la société visée détermine l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre et en informe les marchés et leurs autorités de contrôle le premier jour de la cotation (article 4, § 2,

---

<sup>21</sup> Fondée en 2005 par Caroline de La Marnierre, CAPITALCOM est une agence de communication indépendante, force de proposition en matière de performance responsable. Expert en communication financière, CAPITALCOM a publié – dès 2006 – le 1er Baromètre des Attentes des Actionnaires Individuels à l'approche de la Saison des AG et le 1er Bilan des Assemblées Générales puis – en 2014 – l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir: [www.capitalcom.fr](http://www.capitalcom.fr)

c). On distingue les règles de l'Etat de l'autorité de contrôle et celles de l'Etat du siège social: les questions de procédure et de prix à payer relèvent du droit de l'Etat où la société visée est cotée ; les questions d'information des employés, de dérogations à l'OPO et de droit des sociétés relèvent elles du droit de l'Etat membre où la société visée à son siège. Autrement dit, on peut envisager un choix de localisation d'une entité en fonction de cet ultime critère, selon que le problème soit le degré de protection contre une OPA hostile ou à contrario la facilité à réussir une offre (le cas d'EADS dont le siège est à Amsterdam sans activité aux Pays Bas est un bel exemple). Plus avant, l'Europe gagnerait à harmoniser un principe de liberté contractuelle et de responsabilisation du management, désormais de plus en plus contrôlé par les actionnaires.



## EUROPEAN COMMISSION

Internal Market and Services DG

FREE MOVEMENT OF CAPITAL, COMPANY LAW AND CORPORATE GOVERNANCE  
**Company law, corporate governance and financial crime**

Brussels, 16 December 2008  
DG MARKT F2/ET D(2008) 74062

### European Commission's checklist on Article 20 of the Directive

(20 November 2008) Takeover bid fiche

To be completed pursuant to Article 20 of the Takeover Bids directive<sup>1</sup>

Member State completing the  
fiche:

Date/period:

#### 1. Information on the companies/businesses involved in the takeover bid

##### 1.1 Offeree Company

1.1.1 Name: \_\_\_\_\_

1.1.2 Nationality: \_\_\_\_\_

1.1.3 Are the securities of the Offeree Company admitted to trading on other markets?

Yes, on regulated market(s) within the following EEA Member State(s): \_\_\_\_\_

Yes, on market(s) within the following third countr(y)(ies):  
\_\_\_\_\_

No

Do not know

1.1.4 Control structure of the Offeree Company.

The largest block of voting rights at the moment of launching the bid is<sup>2</sup>:

higher than 50%                       between threshold for  
mandatory bid and 50%

between 25% and thres-               between 10% and 25%

<sup>1</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30.4.2004, p.12.

<sup>2</sup> Please take into consideration the agreements between voting right holders pursuant to Article 10 a) of the Transparency Directive (Directive 2004/109/EC).

hold for mandatory bid

- between 5% and 10%       lower than 5%

1.1.5 Were any of the control enhancing mechanisms/pre-bid defences listed in article 10 of particular relevance during the bid?

- Yes     No

If yes, please specify the control enhancing mechanisms:

- Shares with multiple voting rights [cf. Art. 10(1)(a)].
- Shares with loyalty schemes that may increase their voting rights [cf. Art. 10(1)(a)].
- Limitations on the holdings of securities (ownership ceilings) [cf. Art. 10(1)(b)].
- Other share transfer restrictions [cf. Art. 10(1)(b)].
- Significant direct and indirect shareholders (including indirect shareholdings through pyramid structures and cross-shareholdings) [cf. Art. 10(1)(c)].
- Priority shares, golden shares or other special control rights [cf. Art. 10(1)(d)].
- Voting rights of the employee share scheme not exercised directly by the employees [cf. Art. 10(1)(e)].
- Voting rights ceilings [cf. Art. 10(1)(f)].
- Other restrictions on voting rights [cf. Art. 10(1)(f)].
- Known shareholders' agreements resulting in restrictions on the transfer of securities and/or voting rights [cf. Art. 10(1)(g)].
- Rules governing the appointment and replacement of board members and the articles of association, including for instance supermajority requirements not foreseen in the legislation or staggered board provisions [cf. Art. 10(1)(h)].
- Powers of the board members, and in particular the power to issue or buy back shares [cf. Art. 10(1)(i)].
- Significant agreements to which the company is a party and which take effect, alter or terminate upon a change of control of the company following a takeover bid [cf. Art. 10(1)(j)].
- Agreements between the company and its board members or employees providing for compensation if they resign or are made redundant without valid reason or if their employment ceases because of a takeover bid [cf. Art. 10(1)(k)].

If possible, please explain the relevance for the bid:

## 1.2 Offeror (bidder)<sup>3</sup>

1.2.1 Name: \_\_\_\_\_

<sup>3</sup> For the purpose of this list, offeror is defined as the person(s) making the bid. In case of joint offerors, please include all the offerors making the takeover bid.

1.2.2 Nationality: \_\_\_\_\_

1.2.3 The offeror is a<sup>4</sup>:

Company whose securities are admitted to trading:

i) on regulated market(s) within the following EEA Member State(s): \_\_\_\_\_; and/or

ii) on market(s) within the following third countr(y)(ies):  
\_\_\_\_\_

Private (un-listed) company

State-owned company

Private equity fund

Sovereign wealth fund

Hedge fund

Other. Please specify if possible: \_\_\_\_\_

## 2 Information on the transaction

### 2.1 Type of bid<sup>5</sup>

Initially recommended by the unitary or executive board of the Offeree Company

Initially recommended by the supervisory board of the Offeree Company

Initially not recommended by the board of the Offeree Company

Other, please explain: \_\_\_\_\_

Voluntary bid

Mandatory bid

Did the status of the offer change during the bid period?

Yes   No

Please explain: \_\_\_\_\_

### 2.2 Type of consideration

Cash

Exchange of securities

A combination of both cash and securities

Was there a change of the type of consideration during the bid?

Yes   No

If yes, please explain: \_\_\_\_\_

<sup>4</sup> More than one box may be selected, where appropriate.

<sup>5</sup> More than one box may be selected, where appropriate.

### 2.3 Value of the offer<sup>6</sup>: \_\_\_\_\_

Did the Offeror increase the value of its bid during the bid period?

Yes                       No

If yes, the reason was:

in order to compete with other bidders

because the Offeror purchased securities at a price higher than the offer price after the decision to make a bid was made public

adjustment by the competent authority. Please explain:  
\_\_\_\_\_

other. Please explain: \_\_\_\_\_

unknown.

### 2.4 Conditions of the offer

Offer included conditions relating to:

Acquiring a minimum number of shares and/or voting rights. Please specify percentage: \_\_\_\_\_

Eliminating some or all of the control enhancing mechanisms (see question 1.1.5)

A full list of conditions is attached as an annex to this fiche (optional).

Other. Please explain (optional): \_\_\_\_\_

### 2.5 Results of the offer

The bid lapsed because of the following reason:

Insufficient acceptances received;

Other bid conditions were not met, please explain:  
\_\_\_\_\_;

Offer withdrawn, please explain: \_\_\_\_\_;

Offer not accepted by another competent authority or a national court, please explain: \_\_\_\_\_.

The bid is still under consideration with another competent authority or a national court, please explain: \_\_\_\_\_. Please state the total percentage of voting rights held by the Offeror(s)<sup>7</sup> before announcement of the decision to make a bid and the total percentage of voting rights in respect of which the Offeror(s) has received acceptances at the end of the acceptance period \_\_\_\_\_.

Successful bid. Please state the total percentage of voting rights held by the Offeror(s)<sup>8</sup> both before announcement of the decision to make a bid and after the bid closed \_\_\_\_\_.

<sup>6</sup> In Euro. To be calculated as follows: offer price x the securities to be acquired by the offeror (therefore not including in the calculation the securities already directly held by the offeror). In case of offer in securities: use closing trading price immediately before publication of the offer document.

<sup>7</sup> Include all offerors (see footnote 3). Optional to include subsidiaries of the offeror.

<sup>8</sup> Include all offerors (see footnote 3). Optional to include subsidiaries of the offeror.



## 2.6 Time of the acceptance period<sup>9</sup>.

- Between 2 and 10 weeks                        More than 10 weeks

## 2.7 Post-bid activity. Please indicate if,

- The Offeree Company was delisted within 1 year of the end of the bid acceptance period;
- The squeeze-out rule was applied within 3 months of the end of the bid acceptance period. Please explain: \_\_\_\_\_;
- The sell-out rule was applied within 3 months of the end of the bid acceptance period. Please explain: \_\_\_\_\_.
- This information is not available.

### 3. Information regarding the Directive's rules on takeover defences

#### 3.1 Takeover frustrating measures:

Was shareholder approval sought for potentially frustrating measures?

- Yes                        No                        Do not know

Please describe these measures: \_\_\_\_\_

If yes, was shareholder approval given for these measures?

- Yes                        No                        Do not know

If no, were potentially frustrating measures directly taken by the board (not bound by the neutrality rule)?

- Yes                        No                        Do not know

Please describe these measures: \_\_\_\_\_

Was there any complaint before the supervisory authority or before the national courts referring to lack of neutrality of the board?

- Yes                        No                        Do not know

If yes, please explain: \_\_\_\_\_

Did the board seek alternative bids?

- Yes                        No                        Do not know

Please explain whether the board was successful or not:

\_\_\_\_\_

#### 3.2 Application of the breakthrough rule.

Was the breakthrough rule in Article 11 of the Directive applicable?

- Yes, because of national legislation
- Yes, because of a decision of the Offeree Company
- No
- Do not know

Where the breakthrough rule applied:

---

<sup>9</sup> Total acceptance period including extension.

If a general meeting to decide on defensive measures pursuant to Article 9 of the Directive was convened, did the breakthrough rule in Article 11(3) have any impact (for instance, proposals by the board for defensive measures were dismissed)?

Yes                       No                       Do not know

Please explain: \_\_\_\_\_

If a general meeting was convened following the bid, did the breakthrough rule in Article 11(4) of the Directive have any impact (for instance the offeror holding 75% or more of the capital carrying voting rights could amend the articles of associations or remove/appoint board members).

Yes                       No                       Do not know

If no, please explain: \_\_\_\_\_

Other issues of relevance regarding the breakthrough rule (optional):  
\_\_\_\_\_

### 3.3 Please indicate how the reciprocity rule was applied.

Was the derogation in Article 12(3) of the Directive applied?

Yes                       No                       Do not know

Please explain: \_\_\_\_\_

## 4 Information on supervision and/or control of the transaction

### 4.1 Please indicate if Article 4(2)(c) of the Directive was applied

Yes                       No

### 4.2 Please indicate whether cooperation between supervisory authorities referred to in Article 4(4) of the Directive of different EEA Member States took place.

Yes                       No

If yes, please explain: \_\_\_\_\_

### 4.3 Please indicate if the transaction was subject to approval<sup>10</sup> by a specialised supervisory authority pursuant to Community law: e.g. telecommunications, financial services, energy etc.?

Yes                       No                       Do not know

### 4.4 Please indicate if the transaction was subject to merger control by the relevant competition authorities.

Yes                       No                       Do not know

If yes, was the transaction subject to control by the national competition authorities, by European Commission or by a third country competition authority:

National competition authorities

European Commission

---

<sup>10</sup> The transaction is subject to approval if the concerned competent authority according to its law has the competence to deny the transaction.

Third country authority

**4.6 Please indicate if the bid was subject to approval<sup>11</sup> by a supervisory authority in a third country.**

Yes                        No                        Do not know

**4.7 Please indicate if there were any cases brought before national courts in relation to this bid:**

Yes                        No                        Do not know

If yes, cases were brought before national courts of

the Member State providing the reply to this fiche

another/other Member State(s)

third countries

Please explain \_\_\_\_\_

**5 Other issues (optional)**

**5.1 Please identify any difficulty arising from the application of the rules of the Directive or any other issues of interest arising in relation to this bid: \_\_\_\_\_**

---

<sup>11</sup> The transaction is subject to approval if the concerned competent authority according to its law has the competence to deny the transaction.

---

**ESSEC Business School**

Avenue Bernard Hirsch  
CS 50105 Cergy  
95021 Cergy-Pontoise Cedex  
France  
Tél. +33 (0)1 34 43 30 00  
Fax +33 (0)1 34 43 30 01  
[www.essec.fr](http://www.essec.fr)

**ESSEC Executive Education**

CNIT BP 230  
92053 Paris-La Défense  
France  
Tél. +33 (0)1 46 92 49 00  
Fax +33 (0)1 46 92 49 90  
[www.executive-education.essec.fr](http://www.executive-education.essec.fr)

**ESSEC Asia-Pacific**

100 Victoria Street  
National Library # 13-02  
Singapore 188064  
Tél. +65 6884 9780  
Fax +65 6884 9781  
[www.essec.edu/asia](http://www.essec.edu/asia)

**Contact:**

Research Center  
+33 (0)1 34 43 33 58  
[research.center@essec.fr](mailto:research.center@essec.fr)

ISSN 1291-9616



affilié à la

